

Technická univerzita v Liberci

Ekonomická fakulta

Studijní program: **N 6208 – Ekonomika a management**

Studijní obor: Podniková ekonomika

Nebezpečí deflace – pohled teorie, historické zkušenosti, doporučení pro
hospodářskou politiku

The risk of deflation – theoretical view, historical experiences,
recommendation for economic policy

DP – EF – KEK – 2010 – 16

Bc. LENKA IBEHEJOVÁ

Vedoucí práce: Ing. Mgr. Marek Skála, Ph.D., katedra cizích jazyků

Konzultant: Ing. Vlastimil Sojka, KODAP Liberec

Počet stran: 101

7.5.2010

Prohlášení

Byl(a) jsem seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom(a) povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval(a) samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 7.5.2010

Anotace

Diplomová práce se zaměřuje na interpretaci pojmu deflace a termínů, které s deflací souvisí nebo s ní mohou být naopak chybně zaměňovány. Jejím cílem je podat ucelený přehled o této problematice. Práce je rozdělena do tří částí pro větší přehlednost. První část DP obsahuje teoretickou charakteristiku pojmu deflace, analyzuje příčiny vzniku deflace a inflace pomocí makroekonomických modelů a popisuje dopady deflace na ekonomiku. Část druhá vychází z historických zkušeností dvou světových velmocí, USA a Japonska, s deflací. Třetí část práce se zabývá současnou situací a stavem světových ekonomik v důsledku světové finanční krize. V závěru diplomové práce jsou specifikována doporučení pro hospodářskou politiku, založená na zkušenostech japonské ekonomiky s deflací. Práce také zmiňuje podobnost zlatého standardu se společnou měnou zemí EU, s eurem. Kriticky nahlíží na unáhlenost při zavádění eura a uvádí doporučení pro Českou republiku týkající se přijetí této společné měny.

Klíčová slova

Centrální banka

Deflace

Deflační spirála

Euro

Hospodářská politika

Index spotřebitelských cen

Japonsko

Míra inflace

Past investic

Past likvidity

Recese

Světová hospodářská krize

Úvěrová tíseň

Zlatý standard

Annotation

Diploma thesis focuses on the interpretation of the term deflation and terms which are related to deflation or which could be mistaken for it. The thesis is classified into three parts for better lucidity. The first part of the thesis contains theoretical characteristics of the term deflation, further the cause of deflation and inflation through the macroeconomic models and its implication on an economy. The second part discusses the historical experiences of the two world powers, USA and Japan, concerning deflation. The third part of the thesis deals with the present circumstances and the present state of the world economies caused by the world financial crisis. At the close of the thesis there are specified recommendations for economic policy based on the historical experiences of the Japanese economy with deflation. The thesis also refers to the similarity between the Gold standard and the Euro. It critically analyses the headstrongness of the implementation of the Euro and highlights the recommendation for the Czech Republic regarding the acceptance of the Euro.

Key Words

Central Bank

Deflation

Deflationary Spiral

Euro

Economic Policy

Consumer Price Index

Japan

Inflation Rate

Investment Trap

Liquidity Trap

Recession

The Great Depression

Credit Crunch

Gold Standard

Poděkování

Mé poděkování patří především vedoucímu práce, Ing. Mgr. Marku Skálovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce a za cenné rady a připomínky které mi předal. Děkuji také konzultantovi, Ing. Vlastimilovi Sojkovi za spolupráci. Ráda bych dále poděkovala všem, kteří mi poskytli materiály, informace a cenné rady ke zpracování diplomové práce, za spolupráci jmenovitě děkuji Dipl. Ing. Josefu Ibehejovi, řediteli společnosti Hoflana, spol.s r.o., Ing. Jindřichu Joklovi a Ing. Miroslavu Holubcovi.

Obsah

Seznam zkratk a symbolů.....	9
Seznam tabulek	13
Seznam obrázků	14
Úvod	15
1 Deflace.....	18
1.1 Inflace	19
1.2 Termíny spjaté s pojmem deflace	23
1.3 Hospodářský cyklus	26
2 Příčiny inflace a deflace.....	28
2.1 Původ a formy inflace.....	28
2.1.1 Keynesiánský dynamický model AS – AD	28
2.1.2 Hospodářská politika	34
2.1.3 Phillipsovy křivky	38
2.2 Obecné příčiny deflace	44
3 Dopady deflace	47
4 Historické zkušenosti s deflací.....	50
4.1 Velká hospodářská krize – USA	50
4.2 Japonsko v deflaci.....	57
4.3 Situace v České republice v letech 2001 – 2003	64
5 Problematika ekonomické situace v současnosti.....	67
5.1 Příčiny celosvětové krize	67
5.2 Důsledky celosvětové krize	69
6 Doporučení pro hospodářskou politiku	79
6.1 Neúčinnost hospodářské politiky v případě japonské deflace	79
6.2 Doporučení pro japonskou hospodářskou politiku	83
Závěr	89

Citace.....	94
Bibliografie	96

Seznam zkratek a symbolů

$\frac{\Delta W_t}{W_{t-1}}$	míra změny peněžních (nominálních) mzdových sazeb
$\sum_{i=1}^n q_0^i$	náklady na nákup daného souboru statků
%	procento
0	základní období
π	míra inflace
a.s.	akciová společnost
AD	agregátní poptávka
AS	agregátní nabídka
apod.	a podobně
atd.	a tak dále
BoJ	Japonska centrální banka (Bank of Japan)
CB	centrální banka
CIA	Ústřední zpravodajská služba (Central Intelligence Agency)
CPI	index spotřebitelských cen (consumer price index)
cz	Česká republika (Czech Republic)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČS	Česká spořitelna
ČSR	Československá republika
ČSÚ	Český statistický úřad

DJIA	Dow Jonesův index (Dow Jones Industrial Average)
DP	diplomová práce
ed.	vydavatel (editor)
et al.	a kolektiv (et alii)
EU	Evropská unie
EUR	euro
Fed	Americká centrální banka (Federal Reserve System)
GDP	Hrubý domácí produkt (Gross Domestic Product)
g_w	míra mzdové inflace
HDP	Hrubý domácí produkt
HNP	Hrubý národní produkt
http	hypertextový přenosový protokol (HyperText Transfer Protocol)
JPY	japonský jen (Japanese yen)
LRAS	dlouhodobá agregátní nabídka
m	měsíc
mil.	milion
mld.	miliarda
MMF	Mezinárodní měnový fond
NAIRU	inflace nezvyšující míru nezaměstnanosti (Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment)
např.	například
obr.	obrázek
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (Organization for Economic Co-operation and Development)

P	cenová hladina
p^i	cena i-tého statku
P_t	cenová hladina v současné době
P_{t-1}	cenová hladina v minulém období
q^i	množství i-tého statku
r	rok
resp.	respektive
roč.	ročník
s.	strana
SDS	socialistická demokratická strana
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
SPC	Phillipsova křivka
SRAS	krátkodobá agregátní nabídka
t	běžné časové období
t-1	minulé časové období
tab.	tabulka
TUL	Technická univerzita v Liberci
tzv.	takzvaný
u	skutečná míra nezaměstnanosti
u^*	přirozená míra nezaměstnanosti
USA	Spojené státy americké (United States of America)
USD	Americký dolar (United States Dollar)
vyd.	vydání

W_t	nominální mzdy v současném období
W_{t-1}	nominální mzdy v minulém (předchozím) období
WB	Světová banka (World bank)
www	celosvětová síť (World Wide Web)
Y	skutečný (reálný) produkt
Y^*	potenciální produkt
ZIRP	politika nulové úrokové míry (Zero Interest Rate Policy)

Seznam tabulek

Tab. 1 Veřejný dluh ve vybraných zemích v letech 2008 – 2009.....	71
Tab. 2 Průměrná roční míra inflace u vybraných zemí z let 2008 a 2009	72
Tab. 3 Míra nezaměstnanosti v letech 2008 – 2009 ve vybraných zemích	73
Tab. 4 Míra růstu reálného GDP ve vybraných zemích v letech 2007 – 2009	75

Seznam obrázků

Obr. 1 Míra inflace v České republice měřená CPI.....	21
Obr. 2 Vývoj indexu spotřebitelských cen (% m/m) v ČR.....	22
Obr. 3 Deflátor HDP 1996 – 2009 (% r/r)	23
Obr. 4 Hospodářský cyklus – fáze	27
Obr. 5 Recesní mezera	33
Obr. 6 Deflační mezera	34
Obr. 7 Původní mzdová Phillipsova křivka	39
Obr. 8 Modifikovaná Phillipsova křivka	40
Obr. 9 Friedman – Phelpssova verze Phillipsovy křivky	42
Obr. 10 Veřejný dluh vyjádřený v poměru k HDP	46
Obr. 11 Dow Jonesův index – 1929.....	54
Obr. 12 Míra nezaměstnanosti v USA v letech 1929 – 1940.....	55
Obr. 13 Index Nikkei 225 Average 1998 – 1992.....	60
Obr. 14 Vývoj míry inflace v Japonsku v letech 1995 – 2006	62
Obr. 15 Vývoj meziroční míry inflace v ČR v letech 2001 – 2003	65
Obr. 16 Vývoj EUR/USD v letech 2007 – 2010.....	69

Úvod

Úkolem stabilizační politiky je dosáhnout žádoucích cílů, jakými jsou rovnoměrné tempo růstu HDP, vysoká zaměstnanost, nízká inflace a rovnováha platební bilance, spojená se stabilitou měnového kurzu. Těchto cílů dosahuje stabilizační politika aplikací vhodných fiskálních, monetárních a případně dalších nástrojů na hospodářské cykly. V současné době jsou ekonomiky světa zasaženy světovou finanční krizí, která způsobila propad mnoha z nich do fáze recese hospodářského cyklu. V důsledku této krize vstupuje do podvědomí, nejen odborníků, také „strašák“ deflace. Zkušenosti některých ekonomik s tímto jevem jsou téměř nulové a při úvahách o deflaci musejí vycházet ze zkušeností zemí, které v minulosti boj s deflací již svedly. Při analyzování jevu deflace autorka v práci vychází z historických zkušeností dvou světových velmocí, USA a Japonska, s touto potencionální hrozbou.

Cílem práce je v první řadě objasnit pojem deflace a vysvětlit termíny, které s deflací souvisí nebo s ní jsou naopak nesprávně zaměňovány. Práce si klade za cíl zodpovědět následující otázky:

- 1. Jaké jsou příčiny vzniku deflace a jaký je všeobecný dopad deflace na ekonomiku?**
- 2. Představuje deflace pro ekonomiku hrozbu?**
- 3. Může být tento jev brán ze strany spotřebitelů pozitivně?**
- 4. Jaké kroky provedla japonská vláda při odstraňování deflace a jaké postupy učinit měla?**
- 5. Může být deflace aktuální problematikou pro Českou republiku v současné době?**

Kromě snahy nalézt odpovědi na tyto otázky je formulována i následující hypotéza:

Deflace by mohla představovat pro ekonomiku větší hrozbu než inflace.

V návaznosti na položené otázky a stanovenou hypotézu byla zformulována následující struktura práce.

První část práce se zabývá teoretickým objasněním deflace na základě odborné literatury. **První kapitola** si klade za cíl definovat **pojem deflace**. Vzhledem k faktu, že tento pojem není tolik diskutován jako inflace, je i této problematice věnována pozornost. S ohledem na míru **inflace** jsou v kapitole zahrnuty cenové indexy, které slouží ke zjišťování cenové hladiny a na základě vývoje míry inflace je odvozen deflační vývoj ekonomiky. Kapitola objasňuje také termíny **krátkodobá deflační situace**, **deflační spirála**, **past likvidity** a **úvěrová tíseň**, které s pojmem deflace úzce souvisí. Je uveden i rozdíl mezi pojmy deflace a dezinflace. V závěru kapitoly je definován hospodářský cyklus a jeho jednotlivé fáze. Deflační vývoj ekonomiky bývá někdy zmiňován v souvislosti s fází recese hospodářského cyklu. Tento jev je rozveden v kapitole o historických zkušenostech s deflací.

Samotné příčiny inflace a deflace rozebírá **kapitola druhá** pomocí **Keynesiánského dynamického modelu AS – AD**. Zmíněna je také role centrální banky jako pojítka mezi inflací a úrokovými sazbami. Pro vysvětlení principu tohoto modelu využívá autorka inflační očekávání a nepružnost mezd. Druhým popisovaným modelem jsou **Phillipsovy křivky**. V neposlední řadě kapitola obsahuje úlohy **hospodářské politiky** a jejích nástrojů, pomocí nichž vláda dohlíží na vývoj ekonomiky a eliminuje negativní jevy. Takovým jevem může být právě deflace.

Kromě příčin deflace jsou v práci rozepsány také její dopady na hospodářství. **Kapitola třetí** rozebírá rozdílné působení krátkodobé a dlouhodobé deflační situace na ekonomiku.

Druhá část práce vychází z historických zkušeností některých ekonomik s deflací (**kapitola čtvrtá**). Mezi nejvýznamnější etapy hospodářských dějin lze zařadit **Velkou hospodářskou krizi** z 30. let 20. století v USA a její důsledky na okolní svět, nebo dlouhý boj sváděný s **deflací v Japonsku** v 90. letech 20. století. Kapitola popisuje tendence, vedoucí ke vzniku těchto dvou nechvalně proslulých krizí. Zmíněn je i krátký deflační vývoj české ekonomiky v roce 2003.

Třetí část práce se věnuje současné situaci. **Kapitola pátá** poukazuje na problematiku **současného stavu ekonomiky** způsobeného **světovou finanční krizí**, včetně příčin vzniku této krize. Kapitola uvádí i optimistické predikce Mezinárodního měnového fondu hlásající oživení ekonomik eurozóny, které vycházejí z dat americké ekonomiky.

Šestá kapitola se zaměřuje na **doporučení pro hospodářskou politiku**, které je založeno na zkušenostech japonské ekonomiky s deflací. Doporučení vychází z neúspěšných kroků podniknutých japonskou centrální bankou. Jsou navrženy možné postupy, které japonská banka a vláda mohly přijmout, aby došlo k oživení ekonomiky a celé situace v Japonsku. Kapitola také zmiňuje podobnost zlatého standardu se společnou měnou zemí EU, eurem. Kriticky nahlíží na unáhlenost při zavádění eura a vysvětluje důsledky, které tato unáhlenost společně se světovou finanční krizí přinesly. V závěru kapitoly je uvedeno doporučení pro Českou republiku, co se týče přijetí společné měny EU, eura.

1 Deflace

Odborná literatura uvádí mnoho definic termínu deflace. Ve své podstatě jsou si podobné, neboť jsou odvozeny z pojmu inflace. „*Opakem inflace je deflace, která nastává pokud, se celková cenová hladina snižuje.*“ (Samuelson, 2007, s. 440)

V pojetí různých ekonomů je však deflace vykládána různě. Může být definována jako trvalý pokles agregátních cen, jako jsou např. index spotřebitelských cen či deflátor HDP. Evropská centrální banka vysvětluje deflaci jako „*pokles v celkové cenové hladině, která je měřena indexem spotřebitelských cen. Takový pokles ovlivňuje většinu, ne-li všechny ceny v ekonomice. Tento jev musí být stálý a trvat po delší dobu, řekněme alespoň jeden rok. Musí být také vedený v očekávání ekonomických činitelů.*“ (ECB, 2009, online)

Všechny tyto definice jsou odrazem dnešního většinového pojetí deflace, na kterou je nahlíženo přes agregátní cenovou hladinu. Představitelé rakouské školy, jako např. Ludwig von Mises nebo Fridrich A. von Hayek, se o termínu deflace vyjadřují jinak. Především odmítají pojem „cenová hladina měřená cenovým indexem“ z důvodu přílišného zjednodušení. Každý spotřební koš je pouze reprezentativní a neexistuje možnost jak sestavit index, který by dokázal změřit skutečnou deflaci (a inflaci). Pracují proto s kupní silou peněz a o deflaci hovoří takto: „*Deflace (nebo restrikce, nebo kontrakce) znamená snížení množství peněz (v širším smyslu), které není vykompenzováno odpovídajícím snížením poptávky po penězích (v širším smyslu), čímž musí dojít ke vzrůstu objektivní kupní síly peněz.*“ (Mises, 1981, s. 240)

V ekonomice je všeobecně častěji diskutovanou záležitostí inflace, neboť s tímto termínem existuje mnohem více zkušeností. K širšímu objasnění pojmu deflace je tedy vhodné zmínit nejprve inflaci.

1.1 Inflace

„Inflace je růst cen neboli zmenšování kupní síly peněz. A mějme přitom na paměti: inflace je zmenšování kupní síly peněz, nikoliv kupní síly lidí. Inflace zmenšuje množství zboží a služeb, které si můžeme koupit za peněžní jednotku (za korunu). Ale nezmenšuje množství zboží a služeb, které si můžeme koupit za náš důchod. Inflace totiž zvyšuje nejen ceny zboží a služeb, ale všechny ceny – tedy také mzdy, nájemné, úroky a ceny ostatních výrobních faktorů.“ (Holman, 2004, s. 538)

Jiný autor uvádí, že *„každá inflace znamená sice zvyšování cen, ovšem obrácený závěr není přístupný. Teprve když se také zvyšují mzdy, takže obíhá více peněz, nastupuje inflace.“ (Hannich, 2008, s. 52)*

Extrémním případem inflace je **hyperinflace**, která má destruktivní účinky na ekonomiku. Při hyperinflaci drasticky klesá reálná poptávka po penězích. Cenová hladina roste o tisíce a více procent ročně. Lidé se v takové situaci snaží peněz doslova zbavit, než jejich hodnota zcela vyprchá. Pro ekonomiku znamená hyperinflace zhroucení peněžního systému, protože jsou znehodnocené a neplní svou funkci uchovatele hodnoty. Do popředí se dostává barterová směna a stabilnější zahraniční měna. Situace si vyžaduje měnovou reformu.

Inflace tedy obecně představuje růst celkové cenové hladiny. Toto tempo růstu cenové hladiny se označuje jako **míra inflace**. Vyjadřuje, o kolik procent se zvýšila cenová hladina (P) vztahující se k období (t), ve srovnání s cenovou hladinou, jenž se vztahuje k období (t – 1).

$$\pi_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 (\%)$$

Pojem cenová hladina vyskytující se v definici inflace je vyjádřena jako vážený průměr cen různých druhů statků a služeb v ekonomice. Ke zjištění cenové hladiny slouží cenové indexy, které odpovídají průměrným hodnotám cen statků a služeb.

Cenové indexy

Nejčastěji využívanými indexy ke zjištění vývoje všeobecné cenové hladiny jsou:

- index spotřebitelských cen (CPI)
- index cen výrobců (PPI)
- deflátor HDP (HNP).

a) Index spotřebitelských cen (CPI)

Index spotřebitelských cen je nejpoužívanějším cenovým indexem. Zjišťuje průměrnou změnu cen, kterou průměrná domácnost zaplatí za statky a služby zahrnuté do tzv. tržního koše. Tento koš obsahuje např. ceny oblečení, potravin, bydlení, paliv, školného, zdravotnické péče atd. Shromažďuje více než 364 oddělených tříd statků a služeb produkováných více než 23 tisíci výrobci v 87 oblastech země. Na základě těchto údajů, vypočítává (CPI) Ministerstvo práce Spojených států. Každému statku je přisouzena určitá váha dle jeho relativního významu z pohledu výdajů ze spotřebitelského rozpočtu a váhy jednotlivých položek jsou proporcionální celkovým výdajům spotřebitelů na tuto položku. Záporné hodnoty představují deflační tendence ve vývoji ekonomiky.

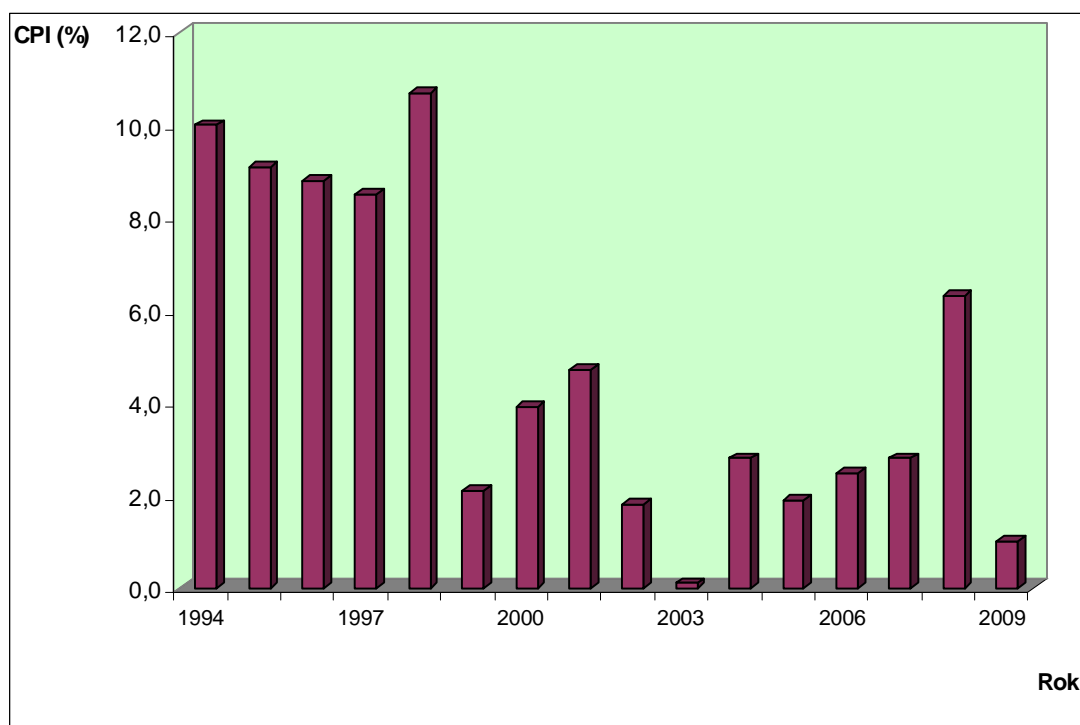
Obecné vyjádření indexu spotřebitelských cen (CPI) má podobu:

$$P_t = \frac{\sum_{i=1}^n p_t^i q_0^i}{\sum_{i=1}^n p_0^i q_0^i} \times 100,$$

kde (0) znamená základní období, (t) znamená běžné období, (p^i) znamená cenu i-tého statku a (q^i) znamená množství i-tého statku.

Jsou porovnávány náklady na nákup daného souboru statků $\left(\sum_{i=1}^n q_0^i \right)$, který je tvořen několika sty položek (vystupují jako reprezentanti).

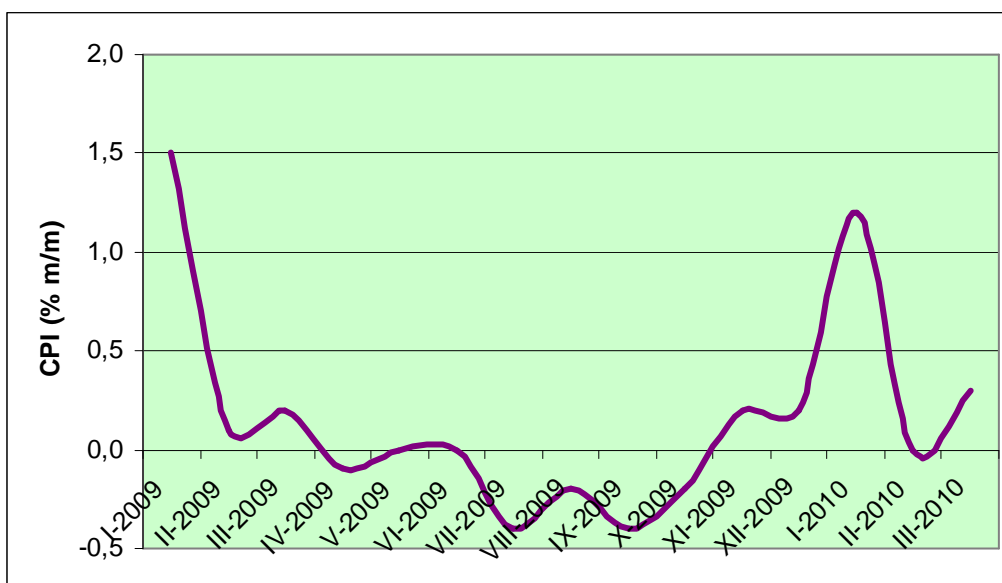
Následující graf zobrazuje míru inflace v České republice v letech 1994 – 2009, vyjádřenou přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen.



Obr. 1 Míra inflace v České republice měřená CPI

Zdroj: ČSÚ – Inflace, 2010 (www.cszo.cz); Graf – vlastní konstrukce

Obr. 2 znázorňuje vývoj indexu spotřebitelských cen v České republice ze současnosti od počátku roku 2009 do března 2010.



Obr. 2 Vývoj indexu spotřebitelských cen (% m/m) v ČR

Zdroj: Finance – ekonomika, 2010 (www.finance.cz); Graf – vlastní konstrukce

b) Index cen výrobců (PPI)

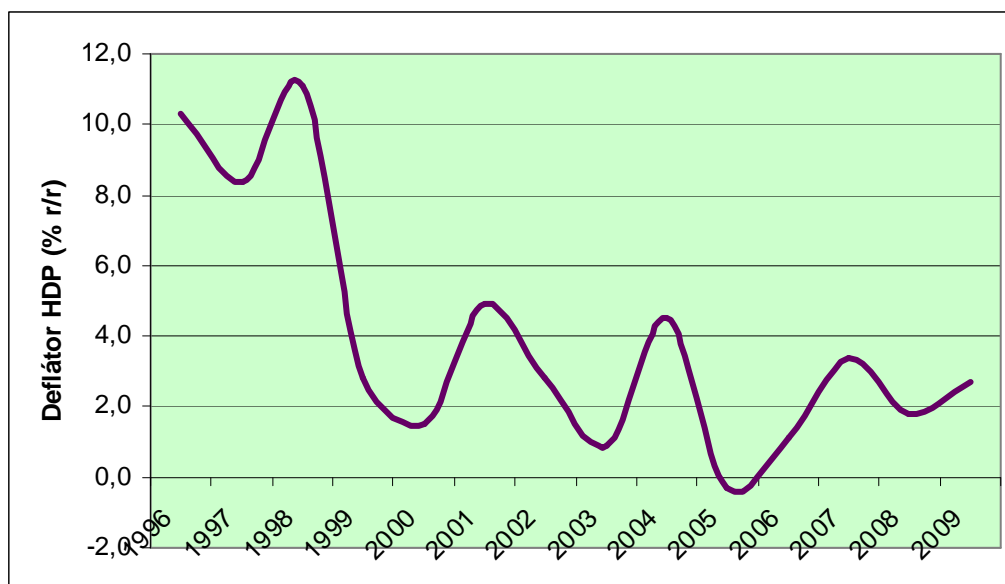
Tento index svědčí především o tom, jaký vliv má domácí inflace na konkurenceschopnost našich výrobců ve srovnání se zahraničními výrobci. Index cen výrobců zjišťuje tedy hladinu cen na úrovni velkoobchodů. Koše proto obsahují výrobky a služby, jakými jsou např. suroviny nebo polotovary. Jsou stanoveny fixní váhy užívané k výpočtu (PPI) odvozené z čistých prodejů každé komodity. Všeobecně převládá názor, že vývoj (PPI) signalizuje nastávající změny v (CPI).

c) Deflátor HDP (HNP)

Deflátor HDP reprezentuje cenu všech statků a služeb vyrobených v dané zemi (např. spotřeby, investic, vládních výdajů, čistých exportů atd.), tedy ne pouze určité části, jako např. spotřeby. Deflátor HDP není založen na spotřebním koši, ale zahrnuje v sobě změnu cen všech statků a služeb v ekonomice. Od indexu spotřebitelských cen se liší také tím, že tento index je sestaven metodou proměnlivých vah, která bere v úvahu podíl jednotlivých statků a služeb na HDP.

$$\text{deflátor HDP} = \frac{\text{HDP}_t \text{ v běžných cenách}}{\text{HDP}_t \text{ v cenách základního období}} \times 100$$

Následující graf zobrazuje poměr HDP v běžných cenách k HDP ve stálých cenách ke zjištění míry inflace užitím cenového indexu – deflátoru HDP.



Obr. 3 Deflátor HDP 1996 – 2009 (% r/r)

Zdroj: ČSÚ, 2010 (www.czso.cz); Graf – vlastní konstrukce

V ekonomice může nastat situace, kdy dojde ke zrychlení tempa růstu cenové hladiny neboli ke zvýšení míry inflace. V takovém případě se jedná o akcelerující inflaci. Jejím opakem je zpomalující inflace, jinak řečeno **dezinflace**. Tento pojem znamená, že stále probíhá inflace, pouze nastalo zpomalení její míry. Oproti deflaci je dezinflace zpravidla považována za jev pozitivní. Je proto důležité tyto dva pojmy nezaměňovat.

1.2 Termíny spjaté s pojmem deflace

Deflace znamená pokles cenové hladiny v ekonomice, což způsobuje propad cen. Tento efekt se v **krátkodobé deflační situaci** může zdát pro spotřebitele jako jev pozitivní.

Krátkodobá deflační situace

Krátkodobá deflační situace nemusí mít pro ekonomiku vždy jen negativní důsledky. Spotřebitelé v takové situaci zaplatí za zboží a služby méně hotovosti. Lidé jsou za poslední léta zvyklí spíše na neustále stoupající ceny. Pokles cen se proto pro spotřebitele jeví jako příjemná změna. Toto již neplatí pro výrobce a prodejce. Ti v této situaci inkasují méně za jimi poskytované služby a výrobky. Krátkodobou deflační situaci mohou vyvolat i snížené ceny dovozu – tzv. **dovezená deflace**. Další okolností může být vývoj cen na dosud regulovaných trzích. Může nastat snížení tempa administrativních změn cen v dosud regulovaných odvětvích nebo ukončení regulací (v odvětví) a připuštění konkurence, což obvykle vyvolá snížení cen.

V deflaci ovšem nedochází pouze k propadu cen. Provází ji další negativní vývojové procesy, jakými jsou např. pokles mezd, růst nezaměstnanosti, nižší sociální dávky apod. Deflace představuje proces, který může upadnout do tzv. **deflační spirály**.

Deflační spirála

Deflační spirála uvede do pohybu tlaky, které mají vesměs strukturální charakter. Poté, co dochází ke snížení cen, lidé paradoxně očekávají ceny stále nižší a nižší. Převládá mezi nimi názor, že nebudou utrácet za něco, co bude zítra ještě levnější. Firmám tak stále více klesají jejich zisky. V okamžiku, kdy výrobci nejsou schopni obsloužit úvěry, dostávají se firmy do situace, kdy musejí snížit kapacitu výroby. Ve stále větším množství firmy tento tlak nezvládají a bankrotují. Oba případy však způsobují nárůst nezaměstnanosti. V takové situaci lidé tendují spíše ke spoření, než k utrácení a proto klesá kupní síla lidí. To opět nutí firmy snižovat kapacitu výroby, nadále snižovat mzdy a propouštět stále více personálu. Vzhledem k rapidnímu nárůstu bankrotujících firem dochází k tomu, že úvěry u bank jsou spláceny stále méně, až je firmy přestanou splácet zcela. Tím se spustí vlna, kdy i banky bankrotují a vložené úspory spotřebitelů jsou blokovány, čímž se opět snižuje kupní síla lidí. Tato očekávání z následující deflace posilují samy sebe. Ekonomika se dostává do bludného kruhu, ve kterém se dusí.

Past likvidity

Jde o situaci, kdy pokus centrální banky provést měnovou politiku a zvýšit množství peněz v oběhu ekonomiky selže. Tyto peníze se v konečné fázi totiž do oběhu nedostanou, protože jsou tezaurovány domácnostmi a podniky. Při deflaci se hroutí ceny a roste hodnota peněz. Úrok je redukován o míru deflace. Reálný úrok zůstává relativně konstantní. Pokud se míra deflace dále stupňuje a ceny se hroutí stále rychleji, neexistuje důvod proč peníze investovat. Národní banka ve snaze probudit ekonomiku k životu zlevňuje postupně peníze na minimum a snižuje úrokové sazby k hodnotě 0 %. Tento podnět však stále nestačí na pozitivní zvrat ekonomiky. Lidé se ptají proč investovat peníze za malé nebo dokonce nulové úroky a riskovat tak celkovou nebo částečnou ztrátu? Jsou přesvědčeni, že bezpečnějším počínáním je své peníze nechat uložené v bankovním sejf. Úrokové míry jsou tak nízké, že spekulativní poptávka absorbuje všechny přírůstky peněžní zásoby, místo toho, aby se investovaly. Čím méně se investuje, tím více se stahuje kapitál z trhu. Jakmile situace dojde k bodu, kdy je úrok natolik nízký, že k investování již nedochází, nastává past likvidity.

Úvěrová tíseň (credit crunch)

S pastí likvidity souvisí ještě pojem credit crunch, jenž často provází deflační vývoj ekonomiky. Tento pojem znamená sníženou úvěrovou schopnost bank. Banky poskytují stále méně úvěrů ze strachu, že jim nebudou navraceny. Později už úvěr nedostane nikdo, protože nikdo není ochoten platit vysoké úroky. V ekonomice pak chybí kapitál k investování, což vyvolává její další postupné propadání. Neustále více firem se dostává do problémů tím, že již nejsou schopny se dále refinancovat. Roste i množství bankrotů, což znovu ohrožuje bezpečnost úvěrů a nutí banky k ještě přísnějším opatřením při poskytování úvěrů. Jedná se proto o další bludný kruh, který umocňuje nebezpečí deflace.

Trvající deflace je jev, který mnohdy provází období krize v ekonomice. Souvisí někdy s fází recese nebo s fází deprese hospodářského cyklu.

1.3 Hospodářský cyklus

Hospodářský cyklus je v odborné literatuře definován různě, jedna obecně užívaná definice neexistuje. Známa definice vychází z klasického díla Paula A. Samuelsona a Williama D. Nordhause: „*Hospodářský cyklus představuje výkyvy ve výstupu, příjmech a zaměstnanosti, které postihují celou ekonomiku a obvykle trvají něco mezi dvěma až deseti lety. Pro tyto výkyvy je charakteristická ekonomická expanze nebo naopak útlum ve většině sektorů ekonomiky najednou.*“ (Samuelson, 2007, s. 468)

Ekonomická realita se vyznačuje neustálými výkyvy ve vývoji reálného produktu (Y), neustále dochází ke střídání kratších či delších období, pomalejšího nebo rychlejšího růstu nebo poklesu, případně jeho stagnace. Jedná se tudíž o výkyvy celkové výkonnosti ekonomiky (skutečného produktu) v čase. Označení ekonomické fluktuace je založeno na třech charakteristikách. Musí se jednat o změnu výraznou, zasahující celou ekonomiku, a dlouhodobou (v angličtině tzv. tři P – pronounced, pervasive, persistent).

V klasickém pojetí symetrického cyklu lze vyčlenit **fáze hospodářského cyklu**. Jednotlivé, střídající se fáze jsou vyznačovány fluktuacemi reálného produktu (Y) kolem produktu potenciálního (Y^*). Fluktuace jsou vyvolávány především poptávkovými nebo nabídkovými šoky. V případě vzestupné fáze se jedná o expanzi, u sestupné fáze o recesi. Tyto dvě hlavní fáze jsou doplněny o tzv. body obratu, deprese a vrchol.

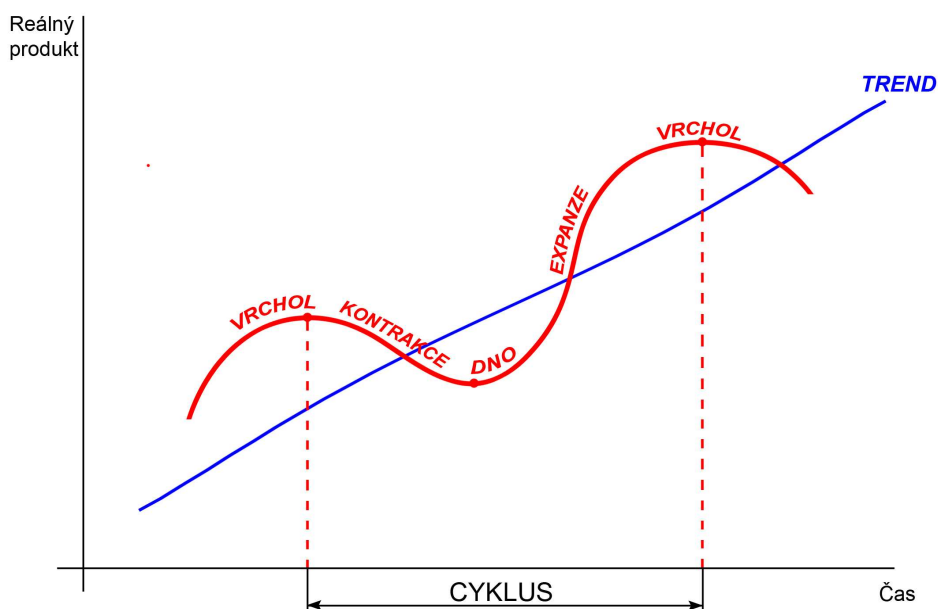
Expanze (též rozmach, růst, vzestup, oživení, konjunktura) znamená, že reálný produkt roste a dostává se nad úroveň potenciálního produktu. Neboli tempo růstu reálného produktu je vyšší než tempo růstu potenciálního produktu. Ve fázi expanze dochází ke zlepšení většiny makroekonomických ukazatelů, s výjimkou cen, které mají tendenci růst. Roste zaměstnanost, spotřebitelská i investiční poptávka, zisky firmám a HDP.

Na konci této fáze nastává tzv. **vrchol** (též boom), jenž značí nejvyšší dosaženou úroveň ekonomické činnosti v rámci hospodářského cyklu. Je provázen nadměrným využitím kapacit, nedostatkem finančních fondů pro financování nových investic či přebytkem

poptávkou, jenž vyvolává růst cen v ekonomice. Po tomto období přechází ekonomika do sestupné fáze.

Recese (též pokles, zpomalení, smršťování, útlum) je období úbytku ekonomické aktivity. Je pro ni charakteristické snížení reálného produktu, jehož tempo růstu je nižší než tempo růstu potenciálního produktu. Dochází k poklesu zaměstnanosti, investic, spotřeby, zisků firem i HDP. Úroková míra zprvu roste, protože firmy se pokouší udržet výrobu za pomoci půjček, ale postupem času dochází k úpadku některých firem a ke snížení úrokové míry. Recesi lze vysvětlit také jako „*období, které začíná v bodě, kdy ekonomická aktivita dosáhla svého vrcholu a začíná zpomalovat, a končí v bodě, kdy ekonomická aktivita dosáhla svého dna a začíná zrychlovat*“. (ČSÚ, 2005, online)

Deprese (též dno, sedlo) je popisována jako hlubší a déle trvající recese. Pro toto období je charakteristický růst nezaměstnanosti, nízký produkt a investice, nevyužité kapacity, snížená podnikatelská důvěra, časté úpadky podniků a pokles cen. Ekonomická aktivita v této fázi vykazuje nejnižší úroveň. Po tomto období ekonomika přechází do fáze vzestupné.



Obr. 4 Hospodářský cyklus – fáze

Zdroj: Helísek, 2002, s. 165; Graf – Vlastní konstrukce

2 Příčiny inflace a deflace

K rozhodnutí, zda je nebo není deflace nebezpečná, je nejprve nutné objasnit, jak tento jev vzniká. Obecně je mnohem snazší identifikovat příčiny inflace. Ty jsou z tohoto důvodu rozebrány přednostně.

2.1 Původ a formy inflace

Příčiny inflace lze znázornit pomocí **Keynesiánského modelu dynamické AS – AD**, který popisuje odezvu reálného produktu a cenové hladiny na poptávkové a nabídkové šoky. Model AS – AD sleduje závislost agregátní nabídky (AS) a agregátní poptávky (AD) na různých úrovních cenové hladiny a objasňuje proces dosahování makroekonomické rovnováhy mezi agregátní nabídkou (AS) a agregátní poptávkou (AD). Agregátní výstup ekonomiky má kvalitativně různorodou skladbu, je nutno ocenit fyzický výstup ekonomiky v určitém období stálými cenami. Následující postup dává možnost alespoň zhruba srovnávat výstup národní ekonomiky v různých časových obdobích. Tento fyzický agregátní výstup ekonomiky nahrazuje reálný hrubý domácí produkt (HDP), příp. hrubý národní produkt (HNP) pro účely potřeb hospodářské politiky.

2.1.1 Keynesiánský dynamický model AS – AD

Keynesiánský dynamický model AS – AD analyzuje příčiny hospodářského cyklu a příčiny inflace.

Agregátní poptávka (AD) představuje úhrn veškerého množství statků a služeb, který chtějí spotřebitelé, podniky, vláda a zahraničí koupit při dané míře inflace. Jedná se o plánované výdaje agregátní poptávky.

Křivka (AD) je určena jako množina všech možných kombinací míry inflace a reálného agregátního výstupu ekonomiky (Y), které vyjadřují, jaký agregátní výstup v určité ekonomice jsou subjekty ochotny poptávat při dané úrovni inflace. Křivka (AD) je klesající a má negativní sklon.

Úloha centrální banky (CB)

V této fázi je nutno zmínit také centrální banku, protože ta je pojítkem mezi inflací a reálnými úrokovými mírami. Centrální banka provádí měnovou politiku a jejím cílem je udržet cenovou stabilitu, k čemuž využívá úrokových měr, jako svůj nástroj. Chování ekonomických subjektů ovlivní jen změna reálných úrokových měr. Centrální banka je proto nucena měnit reálné úrokové míry odvozené nikoliv pouze z aktuální, ale i z očekávané míry inflace. V případě hrozící inflace je úkolem centrální banky zvýšit nominální úrokové míry o více, než odpovídá aktuální a očekávané inflaci. Naopak v případě deflace centrální banka provádí měnovou politiku pumpování peněz do oběhu ekonomiky a snižování úrokových měr.

Agregátní nabídka (AS) vyznačuje celkové nabízené množství zboží a služeb finální spotřeby v dané ekonomice za jisté časové období při různých úrovních inflace.

Křivka (AS) znázorňuje všechny kombinace míry inflace a rovnovážné reálné produkce, které firmy budou ochotny nabízet při daných nákladech na výrobu. Reprezentuje produkční stránku ekonomiky.

Zde je nutno vytyčit rozdíl mezi krátkým a dlouhým obdobím. **Dlouhodobá agregátní nabídka (LRAS)** se pohybuje v takovém časovém intervalu, že se v ekonomice promítne růst cen výstupů do růstu cen vstupů. Děje se tak proto, že je navýšení výstupů omezeno dostupnými disponibilními zdroji jakými jsou výrobní kapacity nebo pracovní síla. Ekonomika v dlouhém období roste tempem, které odpovídá růstu potenciálního produktu. Výrobci mohou své zboží vyrábět a nabízet za jakoukoli cenu. Ceny spotřebního zboží i výrobních faktorů se zcela přizpůsobují. *„Dlouhodobá agregátní nabídka je zcela nezávislá na míře inflace a graficky je znázorněna jako kolmice k ose*

(x). Naproti tomu je **krátkodobá agregátní nabídka (SRAS)** dokonale cenově elastická, což znamená, že při aktuální míře inflace nabízí výrobci jakékoli množství produkce.“ (Horská, 2010, s. 10)

Inflační očekávání a setrvačnost inflace

V krátkém období produkce kolísá kolem potenciálu, ale míra inflace zůstává neměnná. Tato krátkodobá stabilita míry inflace je způsobena tvorbou inflačních očekávání, které míru inflace formují. Inflační očekávání je tvořeno na základě uplynulých zkušeností s vývojem inflace v minulosti, tzv. **adaptivní očekávání** nebo pomocí veškerých dostupných informací o vývoji cen a jejich faktorech, tzv. **racionální očekávání**.

Důležitým aspektem těchto inflačních očekávání je jejich naplnění. Očekávají-li firmy navýšení cen u svých produktů o určité procento, zaměstnanci těchto firem se dožadují zvýšení nominálních mezd o stejné procento. Tím zaměstnanci usilují o udržení kupní síly svých pracovních příjmů. Důsledkem je, že tato inflace skutečně nastane. V případě, že ekonomiku nepostihne žádný šok, jenž by ovlivnil agregátní poptávku, nemají ekonomické subjekty důvod očekávat jakoukoli znatelnější změnu míry inflace. Očekávání inflace zůstává poměrně stabilní, stejně jako samotná inflace.

Kromě této setrvačnosti inflace je nutné zmínit tzv. **rigiditu (nepružnost) mezd**. Nepružnost mezd lze analyzovat na základě rozdělení do dvou skupin:

- nominální zdroje rigidity
- reálné zdroje rigidity.

Nominální zdroje rigidity

Jedná se o faktory, které zabraňují plnému přizpůsobení cen a mezd proporcionálně pohybům agregátní poptávky (AD). Jedním takovým faktorem jsou náklady změn ceníků, tzv. **menu costs**. Časté změny cen se neobejdou bez nákladů. Nejedná se pouze o náklady na výpočet nových cen, tisk ceníků, jejich distribuce atd., ale zároveň jde

i o komplikovaněji měřitelné náklady spojené s pochybnostmi, jak se ceny budou vyvíjet u dodavatelů nebo odběratelů a s časovou náročností při ověřování cen.

Jiným zdrojem nominální rigidity jsou např. **implicitní (nepsané) dohody** mezi výrobcem a zákazníkem. Na dokonale konkurenčních trzích jsou přání spotřebitelů důležitým aspektem. Jsou-li tito zákazníci citliví na změny cen, výrobci upřednostní necenové strategie k ovlivnění poptávky, jako např. marketing. Hovoří se o tzv. klientských trzích, protože při určování nových cen se bere v úvahu uvažování a rozhodování zákazníků.

Dalšími faktory jsou např. **nepružnost marginálních nákladů, tvorba cen přírážkou a uzavírání dlouhodobých cenových dohod.**

Reálné zdroje rigidity

Jedná se o nepružnost mezd relativně k ostatním mzdám, nepružnost mezd relativně k cenám i nepružnost cen relativně k ostatním cenám. Patří sem **teorie efektivních mezd, nemožnost koordinace cen** mezi dodavateli a odběrateli.

Reálná nepružnost mezd je podrobněji vysvětlena na příkladu **koordinačních selhání**. Velmi náročné je docílit dohody o změně ceny v silně konkurenčním odvětví tržní ekonomiky, kde operuje tisíce firem. Firmy se zdráhají ceny zvýšit, aby neztratily své zákazníky nebo naopak ceny snížit kvůli obavám ze ztráty zisků. Preferují proto vyčkat a sledují chování ostatních firem z odvětví, jejichž rozhodnutí poté následují. Tento tzv. „stádový efekt“ je způsoben strachem, že změna ceny nastolená jednou firmou, nebude ostatními firmami následována.

Posun a sklon křivek (SRAS) a (LRAS)

Příčinou posunu křivky (SRAS) je většinou změna očekávané inflace. Pokud se očekávaná inflace zvýší, posune se křivka (SRAS) kolmo vzhůru a naopak.

K posunu může dojít také v případě křivky (LRAS) vlivem šoků jako např. v důsledku dramatických změn cen nerostných surovin nebo nalezení nového bohatého zdroje suroviny, výrazně efektivnější technologie atd. Tyto zásadní změny mají velký vliv na výkonnost ekonomiky a posunují křivku (LRAS) v případě negativních šoků doleva nebo v případě pozitivních šoků doprava.

Změny sklonu nepřicházejí v úvahu u křivky (SRAS), ani u křivky (LRAS).

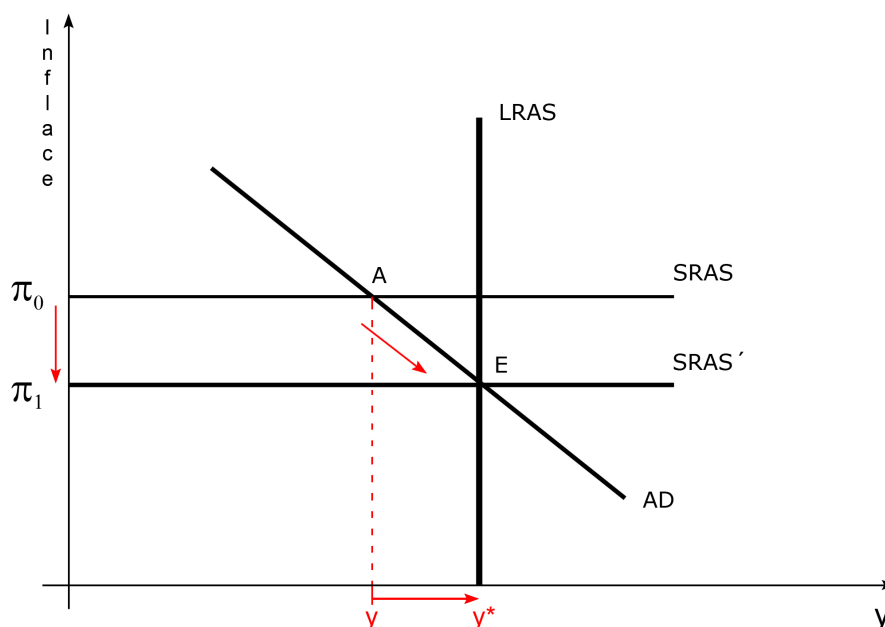
Dynamický model AS – AD

Na obr. 5 je znázorněna krátkodobá a dlouhodobá ekonomická rovnováha. V krátkém období nastává rovnováha v bodě (A), tedy v průsečíku křivek (AD) a (SRAS). V této situaci je míra inflace shodná s inflací danou inflačním očekáváním. Objem produkce v tomto bodě odpovídá objemu rovnovážné produkce v krátkém období, které je v souladu s danou mírou inflace.

V bodě (A) ekonomika ale nedosahuje potenciálu, kterému odpovídá křivka (LRAS). V tomto bodě se ekonomika nachází ve fázi recese. Krátkodobý rovnovážný produkt je pod úrovní potenciálu ($Y < Y^*$), což představuje tzv. **recesní mezeru**. Firmy produkují takové množství výrobků, které je poptáváno, ale část výrobních kapacit zůstává nevyužita.

Firmy sníží relativní ceny produkce, resp. nezakomponují do růstu cen své produkce kompletní nárůst výrobních nákladů, který odpovídá aktuální inflaci. Výsledkem je pozvolný pokles inflace. Protože míra inflace klesá, bude klesat krátkodobá agregátní nabídka a křivka (SRAS) se bude posouvat tak dlouho, dokud nedosáhne bodu (E) a tím uzavření recesní mezery. V bodě (E) křivka (SRAS) zároveň protíná křivku (AD) na úrovni potenciálu (Y^*) a dojde k ustálení inflace i produkce. Bod (E) je tedy bodem dlouhodobé rovnováhy, kde produkce pokryje poptávku a dosahuje zároveň úrovně potenciálu.

Svou úlohu zde sehrála i centrální banka, která při poklesu inflace snížila reálnou úrokovou míru, čímž podpořila agregátní poptávku. Firmám umožnila vyrábět více produkce a v důsledku nárůstu produkce vzrostla i zaměstnanost.



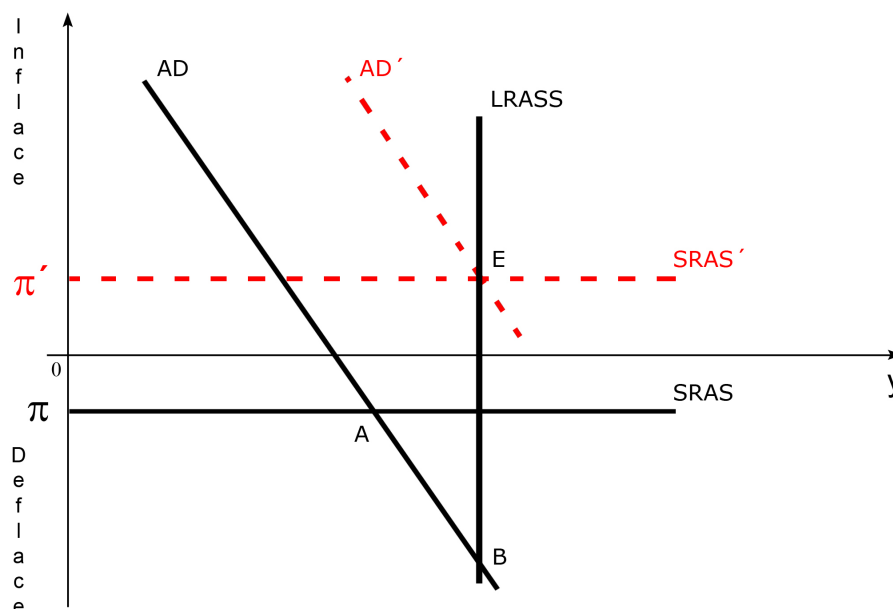
Obr. 5 Recesní mezera

Zdroj: Horská, 2010, s. 16 (files.horska.com); Graf – vlastní konstrukce

V dlouhém období je ekonomika schopna samoregulace. V krátkém období je nutno zásahů státu. Zde svou roli sehraje stabilizační hospodářská politika. Problémem, který je nutno takto řešit může být např. vznik tzv. **deflační mezery**. V takové situaci se míra inflace nachází v záporných hodnotách (cenová hladina klesá) a skutečný produkt je pod potenciálem ($Y < Y^*$). Tato situace nastala např. v Japonsku v 90. letech 20. století. Problémem zde byl propad cen akcií v prostředí stárnoucí populace a vysoké úrovně úspor, které bránily ekonomice v naplnění procesu samoregulace.

Graficky je tato situace znázorněna na obr. 6, kde propad cen akcií způsobil posun křivky (AD) doleva dolů, protože došlo k poklesu plánovaných výdajů pro všechny úrovně inflace. V důsledku vysokého věkového průměru obyvatelstva v Japonsku vedl tento pokles spotřeby k výraznému snížení cenové hladiny a způsobil pokles křivky (SRAS) dolů až do oblasti deflace. V grafu je tento efekt znázorněn bodem (A). Proces

samoregulace by zde uvedl ekonomiku do ještě hlubší deflace, čemuž by graficky odpovídal bod (B).



Obr. 6 Deflační mezera

Zdroj: Horská, 2010, s. 18 (files.horska.com); Graf – vlastní konstrukce

V této situaci dostává prostor hospodářská politika, která působením svých nástrojů je schopna tento nepříznivý jev eliminovat.

2.1.2 Hospodářská politika

Jak již bylo uvedeno, aktivním zásahům státu do ekonomiky je dáván prostor především v krátkém období. V dlouhém období existuje předpoklad, že ekonomika je schopna samoregulace prostřednictvím tržních procesů. Jedná se o tzv. **liberální koncept tržní ekonomiky**. Zastánci krajního liberalismu prosazují názor, že vláda má pouze vytvářet institucionální rámec pro fungování ekonomiky a vymezit vlastnická práva. Umírněnější skupina liberálů podporuje úlohu státu v situacích, kdy tržní procesy nefungují a dochází k tzv. tržním selháním, které zabraňují samovolnému přizpůsobování trhu. Koncept

liberálního pojetí hospodářské politiky počítá s možnými riziky selhání trhu, ale už nedává příliš velký prostor aktivním zásahům vlády proti těmto selháním. Obávají se, že by došlo k narušení schopnosti ekonomiky se s nerovnováhou vypořádat sama. V takové situaci se jedná o selhání vlády, které mívá více destruktivní účinky na ekonomiku, než selhání trhu. Selhání vlády znamená např. sledování vlastních zájmů úředníků nebo setrvačnost při užívání hospodářských nástrojů a odmítání zásadních reforem.

Existují dva vyhraněné přístupy ke státním zásahům do ekonomiky. **Liberální proud**, který stojí proti zásahům státu do hospodářství, protože stát nedokáže zrealizovat účinnou stabilizační politiku a původní nerovnováhu může v důsledku nekvalifikovaných zásahů a špatného odhadu časových zpoždění, ještě prohloubit. Tento proud zastává stanovisko, že tržní ekonomika je schopna samoregulace. Proti tomuto proudu stál tzv. **Keynesiánský přístup**, který vychází z předpokladu, že v tržní ekonomice musí stát zasahovat pomocí hospodářské politiky k zajištění stability ekonomiky.

Rozlišují se tři hlavní **nástroje makroekonomické politiky**:

- fiskální politika
- monetární politika
- strukturální politika.

Fiskální politika

Fiskální politika se zabývá veřejnými rozpočty. Za příjmy do veřejných rozpočtů se považují různé typy daní, ale i poplatky, cla či výnosy z prodeje a pronájmu veřejného majetku. Mezi výdaje z veřejných rozpočtů patří výdaje vlády spotřebního a investičního charakteru a tzv. **transferové platby (transfery)**. Za transfery vláda nedostává žádnou materiální protislužbu. Jedná se např. o výdaje na sociální zabezpečení invalidů, vdov či sirotků.

Fiskální politika výrazně ovlivňuje úrokovou míru, strukturu výroby a cenovou hladinu. Klasické modely vždy považují ekonomiku za ekonomiku při plné zaměstnanosti.

Z tohoto důvodu není fiskální politika nutná pro stabilizaci. Pokud je fiskální politika státem i přesto realizována, má vliv především na pokles soukromých výdajů přes efekt vytěšňování.

Keynes zastával tezi, že k plné zaměstnanosti se lze dopracovat především pomocí fiskální politiky. Podle Keynesa byla hlavním problémem nízká agregátní poptávka, která zapříčiňovala nízké důchody a vysokou nezaměstnanost. Fiskální politika je orientována především na regulaci agregátní poptávky. Podle Keynesa jsou mzdy pružné pouze z dlouhodobého hlediska. V krátkém období jsou nepružné, takže změny v agregátní poptávce ovlivňují důchod.

Hlavním cílem fiskální politiky státu je udržení stability ekonomiky, kterou můžou narušit neočekávané výkyvy (šoky) v agregátní poptávce, cenové změny či vnější vlivy v rámci otevřené ekonomiky.

Monetární (měnová) politika

Pojem monetární politika neboli měnová politika se vztahuje na stanovení nabídky peněz v hospodářství. Změny v nabídce peněz mají vliv na objem produkce, zaměstnanost, úrokové míry, inflaci, ceny akcií a mezinárodní hodnotu domácí měny. Prakticky ve všech zemích řídí monetární politiku centrální banka (CB) dané země.

Hlavním reprezentantem monetaristického proudu byl Milton Friedman, který byl přesvědčen, že tržní ekonomika je ve skutečnosti vnitřně stabilní. Byl zastáncem liberálního proudu a vycházel z doktríny „laissez-faire“, což lze volně přeložit jako „nechte nás konat“ nebo „dejte trhu volnou ruku“. Friedman prosazoval monetární politiku jako nástroj udržení měnové stability pomocí regulace množství peněz v oběhu. Možné příčiny poruch v reálné ekonomice viděl spíše v zásazích státu, než v činnostech soukromého sektoru. Vychází z kvantitativní teorie peněz. Tato teorie znázorňuje přímý a proporcionální vztah mezi množstvím peněz v oběhu, cenovou hladinou předpokládající konstantní rychlost peněz a potenciálním produktem.

Monetaristé a zástupci Keynesiánského proudu zastávali společný názor, že zásoba peněz určuje cenovou hladinu. Tuto zásobu peněz lze kontrolovat finančními autoritami, z čehož plyne, že monetární politika může kontrolovat průběh inflace. Jakým způsobem by monetární politika mohla dohlížet na průběh deflace, bude v práci uvedeno v kapitole 6.

Obecně je cílem monetární politiky napomáhat ekonomice při zajišťování plné zaměstnanosti a neinflačního stabilního ekonomického růstu. Tento hlavní cíl provádí centrální banka řízením peněžní zásoby v ekonomice nebo regulováním úrokových měr. Např. bude-li se znovu vycházet z Keynesova modelu nedostatečné poptávky, řešením pomocí monetární politiky je zvýšení nabídky peněz, tedy provedení expanzivní monetární politiky. Tím dojde ke snížení úrokové míry a následně ke stimulování výdajů citlivých na úrokovou míru. Expanzivní monetární politika za normálních okolností vede k inflaci, ale výše inflace je určena také stavem ekonomiky. Pokud tedy nabídka peněz roste při vysoké nezaměstnanosti a nevyužitých kapacitách, bude vliv na inflaci nepatrný. Vzroste-li však nabídka peněz při plné zaměstnanosti, bude vliv na inflaci výrazný. Růst cenové hladiny ovlivňuje agregátní poptávku a implikace, která se vlivem navýšené peněžní nabídky také zvýší. Změna nabídky peněz má důsledky na změnu produkce a na změnu cenové hladiny.

Strukturální politika

Strukturální politiku reprezentují různé formy vládní politiky zaměřené na změnu aktuální struktury národního hospodářství a jeho institucí. Provádí se více způsoby, buď pomocí drobných změn, nebo vlivem zásadních reforem celých ekonomických systémů. Příkladem z historie provedení takové zásadní reformy může být přechod z řízeného hospodářství vládou k tržně orientované ekonomice v mnoha bývalých komunistických zemích, jakými byly např.: Polsko či Česká republika. Nositeli strukturální politiky může být vláda, její instituce, centrální banka, legislativní instituce, odbory atd.

Nejobecnějším cílem makroekonomické hospodářské politiky je tzv. **dynamická rovnováha**, která stojí na předpokladu „vyváženého ekonomického růstu“, rovnováhy na

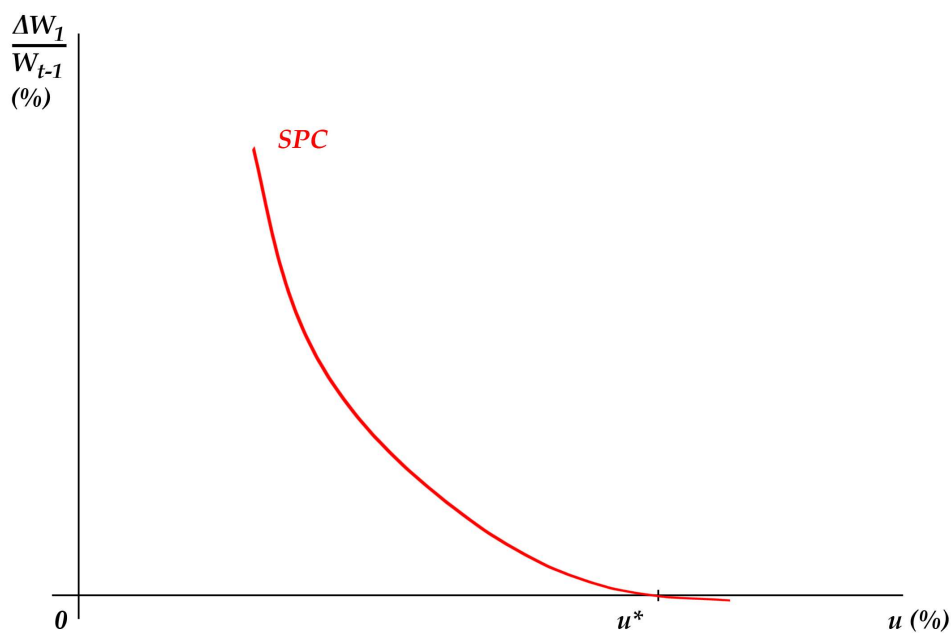
trhu zboží neboli nízké inflaci, rovnováhy na trhu práce neboli nízké nezaměstnanosti a rovnováhy ve vnějších hospodářských vztazích kontrolované prostřednictvím platební bilance a odrážející se ve vývoji devizového kurzu příslušné měny.

2.1.3 Phillipsovy křivky

V reálném ekonomickém světě se mzdy, ceny a trh práce přizpůsobují změnám agregátní poptávky pomalu a postupně. V krátkém období není nezaměstnanost vždy na své přirozené míře, a produkce i zaměstnanost se mění, dochází-li ke změnám v agregátní poptávce. Křivka (AS) je pozitivně skloněná v krátkém období a v dlouhém období je vertikální. Monetární a fiskální stimuly posouvají křivku (AD) doprava a tím dochází k růstu cen a výstupů. Takové snahy monetární a fiskální politiky o snížení nezaměstnanosti avšak vyvolají určitou inflaci. V opačném případě, kdy monetární a fiskální politiky omezují křivku (AD) a posouvají ji doleva, dochází k propadu cen a výstupů. Tyto snahy o snížení inflace sebou nesou negativní důsledek ve formě vyšší nezaměstnanosti.

Původní mzdová Phillipsova křivka

Důkaz, že existuje inverzní vztah mezi mírou nezaměstnanosti a mírou změny peněžních (nominálních) mzdových sazeb, podal v roce 1958 novozélandský ekonom A. W. Philips. Tento vztah je znázorněn na obr. 7 pomocí původní mzdové Phillipsovy křivky. Na horizontální ose je v (%) měřena míra nezaměstnanosti (u) a na vertikální ose, také v (%), míra změny peněžních mzdových sazeb $\left(\frac{\Delta W_t}{W_{t-1}}\right)$. Křivka má tvar hyperboly, negativní sklon a protíná horizontální osu. Čím vyšší je míra nezaměstnanosti, tím nižší je míra růstu mezd neboli míra mzdové inflace, která může nabýt až záporných hodnot.



Obr. 7 Původní mzdová Phillipsova křivka

Zdroj: Mach, 2001, s. 266; Graf – vlastní konstrukce

Původní mzdová Phillipsova křivka znázorňuje, že mzdy rostou tehdy, je-li skutečná míra nezaměstnanosti nižší než přirozená míra nezaměstnanosti ($u < u^*$) a naopak. Míra růstu mezd je rovna nule v případě, kdy se sobě skutečná a přirozená míra nezaměstnanosti rovnají ($u = u^*$).

Mzdovou Phillipsovu křivku lze formulovat pomocí následujícího vzorce.

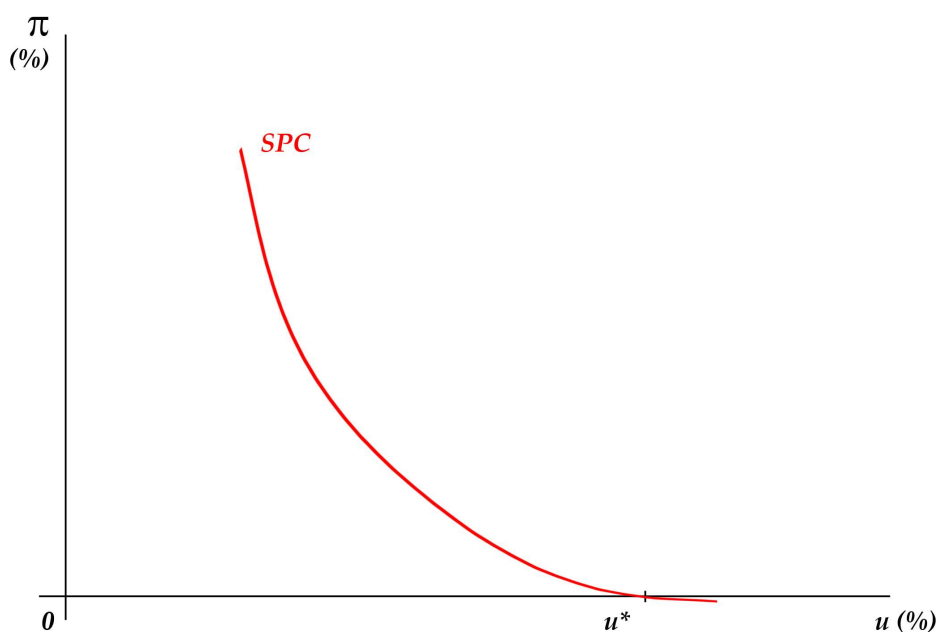
$$g_w = \frac{W_t - W_{t-1}}{W_{t-1}}$$

Tempo růstu nominálních mezd neboli míra mzdové inflace je (g_w), (W_t) znázorňuje nominální mzdy v současnosti a (W_{t-1}) nominální mzdy v minulém období.

Modifikovaná Phillipsova křivka

Modifikovaná Phillipsova křivka nahrazuje v původní mzdové Phillipsově křivce míru růstu nominálních mezd (míru mzdové inflace) mírou růstu agregátní cenové hladiny (mírou cenové inflace). Autoři této modifikované Phillipsovy křivky jsou ekonomové P. A. Samuelson a R. M. Solow. Tato křivka vyjadřuje inverzní vztah mezi mírou růstu inflace a mírou nezaměstnanosti.

Obr. 8 znázorňuje modifikovanou Phillipsovu křivku. Na horizontální ose je měřena míra nezaměstnanosti (u) v (%) a na vertikální ose míra změny agregátní cenové hladiny, tedy míra inflace (π) také v (%). Žádoucí nízká úroveň nezaměstnanosti sebou nese vysokou úroveň inflace a naopak.



Obr. 8 Modifikovaná Phillipsova křivka

Zdroj: Mach, 2001, s. 268; Graf – vlastní konstrukce

Míra inflace je měřena rovnicí:

$$\pi = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}},$$

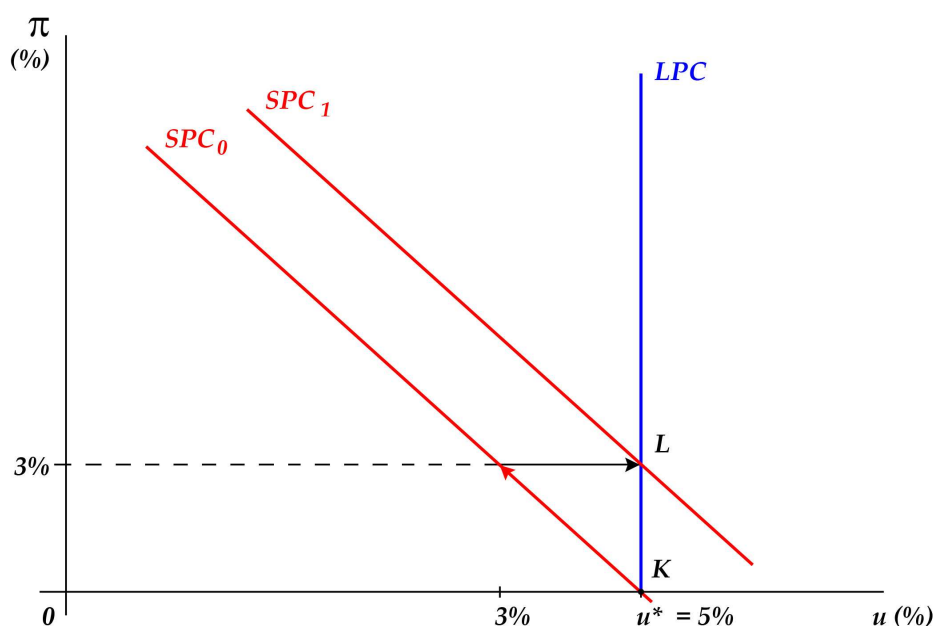
kde (P_t) je cenová hladina v současné době a (P_{t-1}) je cenová hladina v minulém období.

Friedman – Phelpsova rozšířená Phillipsova křivka o míru očekávané inflace

Stabilní inverzní vztah mezi mírou růstu mezd a mírou nezaměstnanosti byl narušen v 70. letech 20. století, kdy nastala situace současně vysoké a rostoucí míry nezaměstnanosti s vysokou a rostoucí mírou inflace. Tento problém řešili ekonomové M. Friedman a E. Phelps, kteří prokázali, že negativně skloněná mzdová Phillipsova křivka zahrnuje tzv. peněžní iluzi na straně pracovníků. Tato peněžní iluze je však záležitostí pouze krátkodobou. V dlouhém období substituce mezi inflací a nezaměstnaností neexistuje a Phillipsova křivka je vertikální.

Peněžní iluze se vyznačuje tím, že pracovníci přizpůsobují jejich mzdové požadavky očekávané cenové hladině a nikoliv skutečné cenové hladině. Tato očekávání jsou pouze krátkodobého charakteru, protože po určité době, pracovníci (resp. odbory) rozpoznají skutečný nárůst cenové hladiny. Ta je důsledkem monetární expanze, která způsobila růst agregátní poptávky. Díky tomuto „procitnutí“ budou pracovníci poté žádat odpovídající navýšení jejich nominálních mzdových sazeb tak, aby se jejich reálné mzdy zvýšily na původní úroveň. Tím by pak pracovníci nahradili ztráty jejich kupní síly zaviněné růstem cenové hladiny.

Obr. 9 zobrazuje krátkodobou substituci mezi inflací a nezaměstnaností. Na horizontální ose je měřena míra nezaměstnanosti a na vertikální ose míra inflace. Phillipsova křivka je znázorněna jako negativně skloněná přímka.



Obr. 9 Friedman – Phelpsova verze Phillipsovy křivky

Zdroj: Mach, 2001, s. 270; Graf – vlastní konstrukce

Průsečík Phillipsovy křivky (SPC_0) s horizontální osou se nachází v bodě (K), kde je přirozená míra nezaměstnanosti na úrovni 5 % ($u^* = 5\%$). Míra inflace je v tomto bodě nulová ($\pi_0 = 0$). Centrální banka se může pokusit snížit tuto přirozenou míru nezaměstnanosti pod úroveň 5 % provedením monetární expanze, tedy zvýšením nominální zásoby peněz např. o 3 %. Tento počín centrální banky zvýší míru inflace na 3 % ($\pi_1 = 3\%$). Po určitém časovém období pracovníci tento nárůst cenové hladiny rozpoznají a budou požadovat navýšení jejich nominálních mzdových sazeb tak, aby se jejich reálné mzdy navýšily na výchozí úroveň. Míra nezaměstnanosti, která se v důsledku monetární expanze snížila o 2 %, se navrátí na původní úroveň, tedy na svou přirozenou míru ($u^* = 5\%$). Křivka (SPC_0) se posune nahoru k (SPC_1). V novém bodě (L) je úroveň nezaměstnanosti na své přirozené míře, produkt je na úrovni potenciálu, ale míra inflace vzrostla na 3 %. CB může provést navýšení nominální zásoby peněz znovu, za účelem dalšího pomýlení pracovníků. Toto navýšení musí být ale vyšší oproti minulému období, protože cenové očekávání pracovníků se přizpůsobilo té míře růstu cen ($\pi_1 = 3\%$). Následuje stejný proces, jenž je uveden výše a jehož výsledkem je opět míra nezaměstnanosti na úrovni přirozené, tedy 5 % a další nárůst míry inflace odpovídající novému navýšení peněžní zásoby v ekonomice centrální bankou. Míra nezaměstnanosti

může být tedy snížena působením hospodářské politiky pouze krátkodobě a to za cenu permanentně vyšší inflace.

Phillipsova křivka a racionální očekávání

Při utváření racionálních očekávání berou ekonomické subjekty v potaz veškeré dostupné informace vztahující se k určité proměnné. Je-li touto proměnnou např. míra inflace, ovlivňují ji i faktory fiskální a monetární politiky. Inflace může být oznámena centrální bankou nebo ji lze odvodit z jejího dosavadního jednání. Ekonomické subjekty pak tuto informaci zakomponují na inflaci, což se promítne do relativních ekonomických proměnných, jakými jsou např. úrokové míry, ceny či mzdy. Vlivem racionálních očekávání může dojít ke snížení očekávané míry inflace poměrně rychle, aniž by došlo k jakémukoliv snížení produkce nebo zvýšení míry nezaměstnanosti, je-li tato politika pro ekonomické subjekty důvěryhodná.

Dlouhodobá Phillipsova křivka

V dlouhém období je Phillipsova křivka vertikální a z dlouhodobého hlediska existuje míra nezaměstnanosti odpovídající stálé míře inflace. Jedná se o inflaci, která nezvyšuje míru nezaměstnanosti, tzv. NAIRU (Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment). V českém překladu NAIRU znamená míru nezaměstnanosti nezvyšující inflaci. Tlaky na cenovou a mzdovou inflaci jsou na úrovni NAIRU zcela vyvážené a inflace tudíž nemá žádnou tendenci se měnit. NAIRU zároveň představuje nejnižší možnou míru nezaměstnanosti, kterou lze udržet, aniž by došlo k dodatečnému tlaku na růst inflace. Nachází-li se míra nezaměstnanosti pod úrovní přirozené míry nezaměstnanosti, má mzdová inflace tendence růst a naopak. Jakmile se ale úroveň skutečné míry nezaměstnanosti vyrovná s přirozenou mírou nezaměstnanosti, tedy leží na úrovni NAIRU, je inflace stabilizována.

2.2 Obecné příčiny deflace

Příčiny deflace obecně spočívají v narušení rovnováhy mezi obíhajícími penězi v ekonomice a množstvím obchodovatelného zboží, služeb a nemovitostí. Původ deflace lze vymezit přesněji jako důsledky:

- stahování peněz centrální bankou
- neproporcionálního nárůstu množství zboží oproti penězům
- převrácení hladiny cen na konci inflace
- stažení peněz z trhu po proběhlém krachu
- předlužení a rychle rostoucích kapitálových nákladů.

Autor knihy „Deflace – utajené nebezpečí“, Günter Hannich uvádí jako možnou příčinu deflace situaci, kdy centrální banka jedné země stáhne peníze. Obíhající množství peněz se tak zmenší a platební prostředky získají vůči množství zboží, které se nezměnilo, vyšší hodnotu. Tento jev se ukáže na propadu cen. Za stejné množství peněz bude možno si dovolit více zboží, služeb i nemovitostí.

Deflace může také vzniknout naopak v důsledku rostoucího množství obíhajících peněz v ekonomice. V této situaci roste produkce firem, čímž se navyšuje množství zboží rychleji než množství peněz v hospodářství. Tím vzniká propast mezi zásobou zboží a peněz. Peníze se zhodnocují a ceny padají. Tento efekt byl poměrně častý u měn z ryzích kovů. Hospodářství totiž roste stejně rychle, jako je k dispozici nových ryzích kovů na peníze. Například zlato se proto musí těžit proporcionálně k růstu ekonomiky a být proměňováno v mince nebo být drženo v prutech za účelem krytí peněz centrálními bankami. Z toho plyne, že pokud těžba ryzích kovů nedrží tempo s ekonomikou, nastane pokles cen a následně deflace.

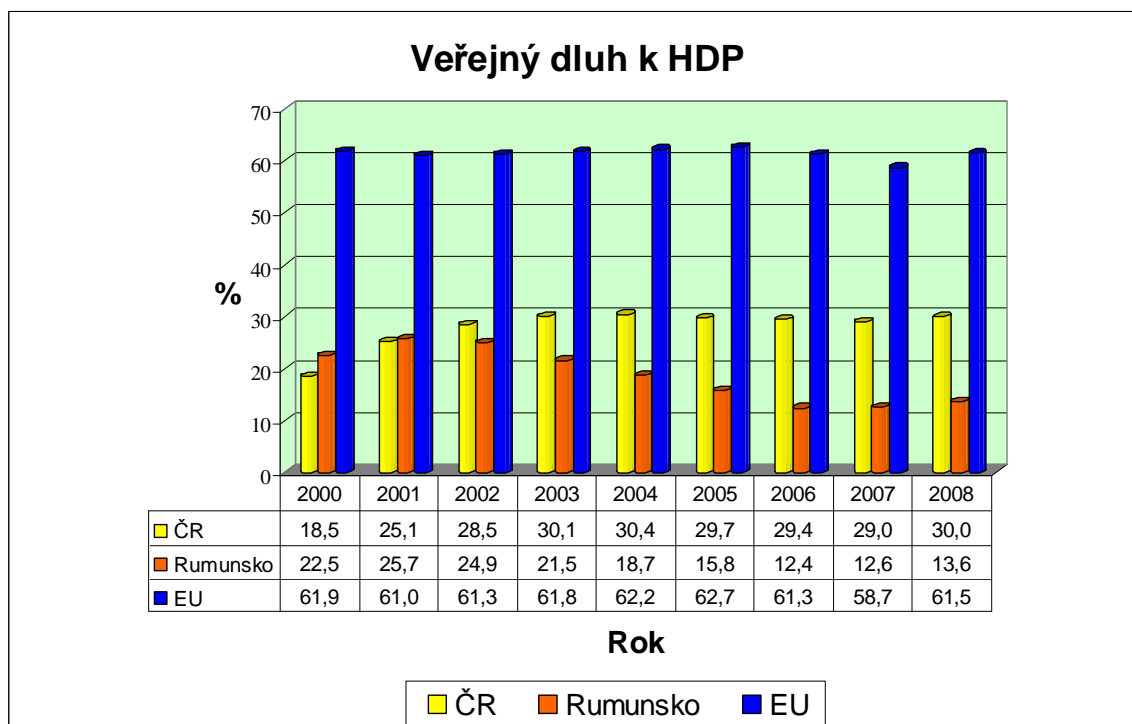
Narušení tzv. **spirály mzdy – ceny** může vyvolat deflaci na konci inflace, respektive inflace je ve své konečné fázi překlomena v deflaci. Mechanismus této spirály spočívá v tom, že se mzdám daří udržet krok s rostoucími cenami. Je-li tento efekt narušen a mzdy už nerostou stejně jako míra inflace, klesá kupní síla spotřebitelů, kteří nakupují

méně zboží a služeb. Stejný efekt přechodu inflace v deflaci může také vyvolat centrální banka tak, že zastaví svou inflační politiku a nevydá peníze nad míru.

V ekonomice existuje i situace, kdy deflace není vyvolána snížením množství peněz v oběhu, ale ani zvýšením množství zboží. Příchod deflace mohou ovlivnit i spotřebitelé tím, že budou držet peníze doma, tzv. „pod matrací“. Při takovéto **tezauraci** leží peníze jako zcela nevyužitý kapitál v trezoru. Když lidé spoří a peníze ukládají do banky, jsou pak tyto peníze k dispozici jako úvěr bankám a následně ekonomice. Tezaurování peněz je často způsobeno nečekaným a náhlým krachem ekonomiky, která probudí v lidech onu nejistotu a důvod pro tzv. „spoření ze strachu“. Nikdo nechce peníze investovat, jsou-li vyhlídky na zisk mizivé, ale riziko ztráty investovaného kapitálu vysoké.

Poslední jmenovanou příčinou deflace je předlužení. Jde o situaci, ve které se v současné době nachází mnoho zemí světa, včetně České republiky. Soukromé dluhy a závazky obyvatel stále narůstají. Firmy jsou zadluženy na vysoké úrovni. Schodek státního rozpočtu je rok od roku hlubší. Životní standard je vykupován dluhy stále většími a většími. Za posledních 27 let se žádné zemi nepodařilo staré dluhy splatit, kromě Rumunska, které své zahraniční dluhy zcela odbouralo v 80. letech 20. století.

Na obr. 10 je graficky znázorněn veřejný dluh České republiky, Rumunska a Evropské unie vyjádřený v poměru k HDP v (%). Graf porovnává situaci ČR a Rumunska v kontrastu k situaci EU.



Obr. 10 Veřejný dluh vyjádřený v poměru k HDP

Zdroj: ČS – Vývoj veřejných dluhů v EU (csas.cz), Graf – Vlastní konstrukce

Odbourávání státních dluhů znamená v současné době pouze snížení kvóty nově přijatých závazků vůči předchozímu roku. Nejedná se již o redukci absolutního břemene dluhů. Trhy jsou stále více nasyceny, ale dluhy a kapitálové náklady neustále rostou. V této napjaté situaci přetrvává hrozba krachu a rozsáhlé deflace. „*Každý krach, každý náhlý neočekávaný šok, nikdy nevede k inflaci, nýbrž vždy k deflaci*“. (Hannich, 2008, s. 25)

3 Dopady deflace

Předchozí kapitola se zabývala možnými příčinami deflace. V této fázi práce jsou následně popsány důsledky, jaké deflace může v ekonomice vyvolat. S dopady deflace se musejí vypořádat spotřebitelé resp. domácnosti, firmy, banky i vláda.

Deflace je definována jako všeobecný dlouhodobý pokles cenové hladiny. Bývá provázena mnoha negativními jevy, např. poklesem ekonomického růstu, vysokou nezaměstnaností, poklesem reálných a nominálních mezd, vážnými problémy bank i firem a všeobecnou nejistotou.

Nachází-li se ekonomika v deflaci, dochází k růstu reálné úrokové míry. Tento efekt je neodvratně vyvolán poklesem nominálních sazeb, které spadnou až k nule a pokračujícím propadem cenové hladiny v ekonomice. Z tohoto důvodu, ekonomické subjekty upřednostňují raději si své vklady u bank vyzvedávat. Tím se ekonomika dostává do potíží, neboť nedostává dostatek úvěrů.

V ekonomice mohou nastat dva základní typy deflace:

- statistická deflace (krátkodobá deflační situace)
- ekonomická deflace (dlouhodobá deflační situace).

Statistická deflace je způsobena jednorázovými vnějšími vlivy a takto vyvolaný pokles cenové hladiny je pouze dočasnou záležitostí. Krátkodobá deflační situace může být dokonce přínosem pro domácnosti. Naproti tomu **deflace ekonomická** představuje skutečnou hrozbu a může mít zhoubné dopady na makroekonomickou stabilitu. Nastane dlouhodobý pokles cenové hladiny v ekonomice. Tento cenový vývoj při ekonomické deflaci pokračuje tzv. vlastní cestou, která přesahuje počáteční impuls. Dochází k obtížně předvídatelnému řetězci příčin a důsledků. Dopady deflace mohou být zmírněny pomocí měnové politiky, je-li deflace včasné rozpoznána.

Na druhou stranu se může hospodářská politika podílet i na prohloubení deflace tím, že zvolí měnovou politiku nevhodně. **Transmisní mechanismus** měnové politiky je uskutečňován prostřednictvím transmisních kanálů (např. úrokový kanál). Obecně může být jedním z těchto kanálů tzv. **deflační spirála**, kdy spouštěcím impulsem bývá nějaký tlak na likviditu bankovního sektoru. Kupříkladu, sníží-li se ceny nemovitostí nebo klesne-li hodnota cenných papírů v bankovních portfoliích, začnou banky svá aktiva prodávat, aby se zajistily proti ztrátám na zisku. Tento prodej aktiv, ale ještě hlouběji sníží jejich ceny. V takové situaci je důležité utajení existence potíží, s nimiž banky bojují, protože jakmile se tyto informace dostanou na veřejnost, může se spustit bludný kruh, ze kterého se ekonomika bude dostávat jen velmi složitě. Kdyby se spotřebitelé dozvěděli, že banky mají potíže, uchýlili by se k vybírání svých vkladů u těchto bank. Banky jsou nuceny zajišťovat novou likviditu prodejem svých dalších, již znehodnocených aktiv. Zde je skutečně nezbytný účinný zásah centrální banky. V nastalé nejisté situaci si vkladatelé vybírají své vklady stále intenzivněji. Vlivem nedostatku likvidity bank se vytvoří tlak na pokles cenové hladiny. Takto roztočenou deflační spirálu umocní **spuštění dalších deflačních kanálů**. Jestliže se totiž všeobecnému snížení cenové hladiny nepřizpůsobí také smlouvy uzavřené v minulých obdobích, dojde k značnému přerozdělení bohatství od dlužníků k věřitelům, protože ceny klesají rychleji než nominální mzdové a úvěrové kontrakty. Reálné mzdy a reálné splátky dluhů narůstají, což se nepříznivě projeví u firem, které musejí vyplácet mzdy a u dlužníků obecně. Spotřebitelé v situaci nižších cen paradoxně nákupy zboží, služeb a nemovitostí odkládají v naději, že v budoucnu budou tyto ceny ještě nižší. Toto uvažování spotřebitelů je katastrofou pro firmy, protože těm v důsledky klesající poptávky narůstají reálné splátky jejich dluhů vůči bankám a jejich reálné náklady na vyplácení mezd zaměstnancům. Firmy jsou nuceny snižovat stavy svých zaměstnanců a ceny své produkce, což ještě umocňuje proces deflace.

Z dlouhodobého hlediska je růst reálných mezd nemožný, po určité době tak dojde k absolutnímu poklesu nominálních mezd. Spotřebitelé z tohoto důvodu sníží poptávku po produkci firem ještě více a firmy jsou opět přinuceny přistoupit k dalšímu propouštění zaměstnanců a snižování cen svých výrobků. Cenová hladina se propadá stále níž a níž, což je výsledkem této deflační spirály. Ekonomika se nachází v situaci, kde panuje velká

nedůvěra veřejnosti v bankovní systém, firmy ve velkém množství bankrotují, roste už tak vysoká nezaměstnanost a panuje všeobecný nedostatek likvidity. Stát si musí znovu získat důvěryhodnost. K samotnému vymanění se z tzv. „kleští deflace“ je zapotřebí provést nákladnou politiku. Deflační politika si vyžaduje od státního rozpočtu přímé oběti, při aplikaci stahování peněz z oběhu nebo minimálně vyžaduje vzdání se potenciálního příjmu tím, že nedojde k vydání peněz do oběhu při rostoucí poptávce po penězích.

Následující kapitola pojednává o zkušenostech různých zemí s deflací v minulosti.

4 Historické zkušenosti s deflací

Z historického hlediska neexistuje mnoho zkušeností s tímto jevem. Deflace byla asi nejvíce diskutovanou v době Velké hospodářské krize ve 30. letech 20. století a na přelomu 20. a 21. století v Japonsku, které s deflací dlouho bojovalo. Japonsko však boj s deflací okusilo již dříve ve 20. letech 20. století po 1. světové válce. Také na počátku 21. století stále panuje možná hrozba deflace v důsledku velmi nízké inflace ve stále více zemích světa.

4.1 Velká hospodářská krize – USA

Velká hospodářská krize (známá též pod tituly Světová hospodářská krize nebo Velká deprese) patří i v dnešní době k individuálním příkladům deflace. V době Světové hospodářské krize došlo nejen k dramatickému propadu cen, ale i k velkému propadu hospodářské produkce v mnoha světových zemích.

Velká deprese (v anglické literatuře označována jako The Great Depression) je označení pro krach na newyorské burze v říjnu roku 1929 a následný hospodářský kolaps americké ekonomiky. Následky propadu na newyorské burze na Wall Street zasáhly postupně celý svět. Krize měla především obrovský dopad na země, které byly na USA kapitálově závislé (Německo, Rakousko) a na ekonomiky založené na exportu (ČSR, Japonsko).

Po skončení 1. světové války byla ekonomika USA ve 20. letech 20. století na vzestupu a zažívala skutečný boom. Spojené státy nebyly 1. světovou válkou tolik zasaženy jako evropské země, které byly v důsledku války zadluženy právě u USA. V té době byly Spojené státy nejsilnější průmyslovou a finanční mocností. Co tedy mohlo způsobit tak náhlý krach této ekonomiky?

Příčiny Velké hospodářské krize

Mezi ekonomy dodnes převládá několik názorů na možné příčiny Velké hospodářské krize. Někteří ji spatřovali v samotném systému svobodného podnikání, v soukromém investování a ve spotřebě. Jiní zastávali názor, že k hloubce a délce trvání krize přispívala masová spotřeba předmětů dlouhodobé spotřeby, jakými jsou např. automobily. Dle Keynesa a jeho nástupců slábly podněty ve vyspělých zemích k investicím a ke spotřebě, a tím pak ztrácel kapitalismus schopnost proinvestovávat nastřádané úspory a dosahovat vlastními silami plnou zaměstnanost. S odstupem času je více pravděpodobné, že Světová hospodářská krize byla důsledkem vážné poruchy ve finančním a měnovém systému.

Tento názor, že na vzniku Velké hospodářské krize se podílela americká centrální banka (Federal Reserve System – Fed), zastával americký ekonom Milton Friedman. Podle něj by samotná krize neměla tak vážné důsledky, kdyby nepřerostla v krizi bankovního sektoru. Ve 20. letech 20. století o krachu nikdo neuvažoval a vlivem přílišného optimismu na finančních trzích narůstala tzv. **spekulativní bublina**, která byla právě tímto přehnaným optimismem živena.

Jedním z hlavních předpokladů pro růst cen akcií, je růst ziskovosti firem. Ceny akcií zobrazují očekávanou profitabilitu firem. Investoři nakupují akcie, protože očekávají dividendové zisky a zároveň počítají s tím, že ceny akcií ještě vzrostou. Panuje-li tedy na finančních trzích optimistická nálada, nastává situace, při níž ceny akcií rostou, protože existuje dostatečné množství kupců a dostatek kupců je proto, že ceny akcií rostou. Je-li tento stav dlouhodobý a růst cen akcií není podložen ekonomickými fundamenty, pak se díky davovému efektu tato spekulativní bublina neustále nafukuje. Podobné bubliny již finanční trhy v minulosti zažily, ale jejich tzv. prasknutí nikdy nemělo tak devastující účinky jako v případě této, z roku 1929. Prasknutí této spekulativní bubliny přerostlo poměrně rychle v sérii bankovních krachů.

Ještě před touto Velkou depresí je vhodné krátce uvést příklad hospodářské krize z roku 1907, způsobené krachem jedné velké newyorské banky. Následkem tohoto krachu se do potíží dostalo mnoho důležitých amerických bank a v zemi panovala bankovní panika.

Banky na nápor reagovaly tím, že výrazně omezily vyplácení vkladů. Šlo o velmi drastické řešení, ale krize byla během několika měsíců zažehnána a důvěra obnovena. Na základě této krize byl v roce 1913 přijat Federální rezervní zákon a tak vznikl Federální rezervní systém (Fed), tedy americká centrální banka. Úkol této banky spočíval v roli hlavního věřitele a boji proti případným dalším bankovním panikám a krachům.

Federální rezervní systém vytvářel během 20. let 20. století stabilní finanční a hospodářské prostředí prostřednictvím změn peněžní zásoby. Prospíval ekonomickému růstu a způsobil nadměrný optimismus mezi finančníky, podnikateli i spotřebiteli. Tento optimismus přerostl v onu, již zmíněnou spekulativní bublinu na finančních trzích. Jakmile se však optimistická nálada z trhu vytrácela, bublina praskla a následoval lavinový efekt, který měl za následek Světovou hospodářskou krizi. Krachující banky tentokrát nepřistoupily na podobné opatření jako banky v roce 1907, tedy neomezily vyplácení vkladů. Naopak očekávaly, že se Federální rezervní systém zachová jako věřitel a poskytne jim půjčky. Federální rezervní systém ve své funkci hlavního věřitele selhal a nepřistoupil dokonce ani k běžnému opatření v období hospodářské deprese, jakým je zvyšování peněžní zásoby prostřednictvím nakupování dluhopisů. V roce 1931, kdy se bankovní krize opakovala, dokonce navýšil úrokové sazby, ve snaze zabránit odlivu zlatých rezerv do zahraničí a udržet si zlatý standard dolaru. Ani tato politika nakonec nebyla úspěšná.

Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Dow Jones Industrial Average, v Evropě označován jako Dow Jonesův index, je jedním z nejstarších a nejznámějších ukazatelů vývoje na americkém akciovém trhu.

Hodnota akcií ve Spojených státech stále rostla až do roku 1927. V tomto roce byly zásoby firem nadměrné a trh začínal být přesycen. Docházelo ke snižování tempa spotřeby. Růst akcií však pokračoval až do roku 1929, kdy ceny akcií dosáhly svého maxima. V období let 1921 až 1929 tak Dow Jonesův index vzrostl z 60 na 400 bodů, tedy o více než 550 %. Spotřebitelé i podnikatelé investovali do akcií své celoživotní

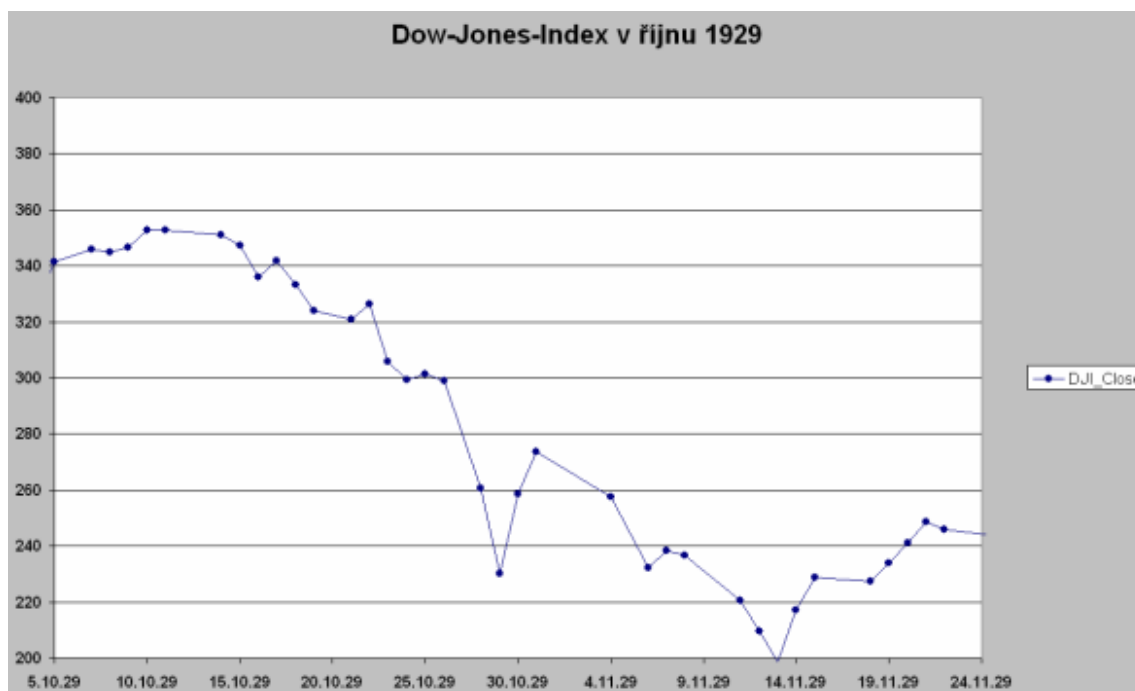
úspory. Také banky investovaly velké množství peněz svých vkladatelů do akcií na newyorské burze. V této době o krachu na newyorské burze totiž ještě nikdo neuvažoval.

Na začátku září roku 1929 ceny akcií poprvé zakolísaly a následně klesly. Finanční analytici začali varovat před možným pádem akcií s odůvodněním, že tyto akcie jsou silně nadhodnoceny. Takovým finančním analytikem byl např. Roger Ward Babson, který před hrozícím pádem akcií varoval dne 5. září 1929. Jeho varování z velké většiny nebylo bráno vážně. Navíc, ceny akcií po svém krátkém propadu, začaly opět růst. Tento růst už nepřekročil rekord, který padl dne 3. září 1929.

Na přelomu září a října došlo k dalšímu propadu cen akcií. Dne 20. října noviny informovaly, že ceny akcií se dostaly na kritickou úroveň a velcí obchodníci s akciemi jsou postaveni před jejich nucený prodej. O den později přišly další varovné zprávy, které způsobily zvýšený prodej akcií investory. Mohutná vlna prodeje akcií přišla ve čtvrtek 24. října. Akcie prodávali nejprve hlavně investoři, kteří si na nákup akcií předtím otevřeli úvěr. Za pouhých 30 minut bylo prodáno přibližně 1,6 mil. akcií a celková finanční ztráta se za tento den vyšplhala na 12 mld. dolarů. Následující den, v tzv. **Černý pátek**, dorazily důsledky krachu na newyorské burze také do Evropy, kde na burzách docházelo ke shodnému efektu.

Nejtemnějším dnem v historii americké burzy se stalo tzv. **Černé úterý** 29. října 1929. Během tohoto dne bylo dáno k prodeji přes 16 mil. akcií a celková finanční ztráta byla vyšší než 15 mld. dolarů. Dow Jonesův index se za jediný den propadl o 13 %.

Vývoj Dow Jonesova indexu v roce 1929 je znázorněn na obr. 11.



Obr. 11 Dow Jonesův index – 1929

Zdroj: SDS – Okolní události našima očima (Neubert, 2008, online)

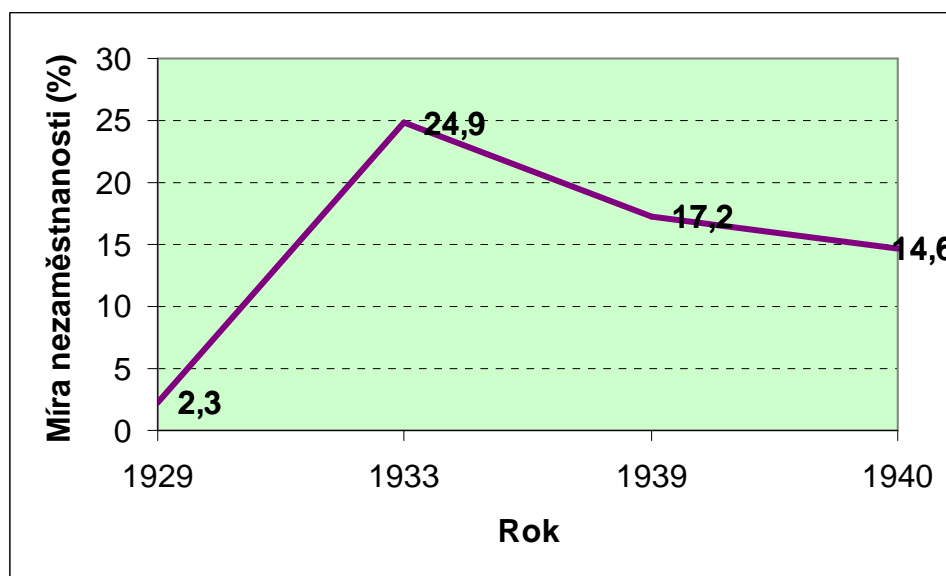
Následky Velké hospodářské krize

Důsledky krachu byly katastrofální. Federální rezervní systém aplikoval restriktivní měnovou politiku a zvýšil úrokové míry. Touto politikou došlo k rychlému vyčerpání bankovních rezerv a vznikl nedostatek hotových peněz v ekonomice. Banky se ocitaly na dně svých možností a byly nuceny k prodeji svých akcií, což ještě více přispívalo k jejich pádu. Vkladatelé v panice masově vybírali své vklady u bank, čímž pouze zhoršovali situaci. Mnoho spotřebitelů o své vklady zcela přišlo a dostalo se do platební neschopnosti. Celková ztráta činila až 2,5 mld. dolarů v letech 1929 až 1933. Peněžní zásoba v USA klesla v důsledku bankovních krachů o třetinu.

Všeobecný pokles cen zboží a majetkových aktiv (hlavně akcií a nemovitostí) se negativně promítl do celého výkonu bankovní soustavy, protože banky tím utrpěly řadu ztrát. Za prvé šlo o ztráty z pohledu cen cenných papírů držených v jejich portfoliích. Ty znamenaly bezprostřední finanční ztrátu. Za druhé se jednalo o růst špatných úvěrů a hromadění ztrát z jejich defaultů. Svůj podíl na tom měl propad cen nemovitostí a půdy,

kteřé snížily hodnotu zástav. Hlavní důvod růstu špatných úvěrů však spočíval ve snížené platební schopnosti přijaté úvěry splácet a to z důvodů snížených příjmů firem a růstu reálné úrokové míry, která představovala vyšší náklady. Rychlému propadu cen nemohla adekvátně odpovídat poklesem nominální úroková míra, protože ta je ve svém poklesu limitována nulovým omezením. To způsobilo růst reálné úrokové míry, která v USA dosahovala v roce 1929 průměru 5,9 %, v roce 1930 pak 8,2 %, v roce 1931 až 15,5 % a 15 % v roce 1932.

Výsledkem byl krach mnoha firem a úpadek více než 9000 bank v letech 1930 – 1933, což představovalo zhruba třetinu bank, které svou činnost provozovaly v roce 1929. Počet nezaměstnaných se v USA od roku 1929 do roku 1933 zvýšil ze 1,6 mil. na 12,8 mil. lidí. Nezaměstnanost ve stejném období vzrostla z původní úrovně téměř 3% až na úroveň blízké 25%.



Obr. 12 Míra nezaměstnanosti v USA v letech 1929 – 1940

Zdroj: Hyman, 1992, vnitřní strana obalu bibliografie; Graf – vlastní konstrukce

Krise se postupně šířila do dalších světových zemí. Světová průmyslová výroba se propadla o 38 %, zahraniční obchod o 34 % a nezaměstnaných bylo v době krize kolem 40 mil. osob. V Evropě se Světová hospodářská krize projevila nejprve v Německu a v Rakousku, protože tyto země byly značně závislé na americkém kapitálu. Mnoho

německých i rakouských bank v důsledku krize zbankrotovalo. Ve Velké Británii došlo v důsledku krize k devalvaci libry. Začaly se hroutit i ostatní měnové systémy, které byly vázané na libru, marku nebo americký dolar. Světová krize postihla i tehdejší ČSR, jíž klesla průmyslová výroba v roce 1933 až na 60 % oproti roku 1929.

Krise se nejméně projevila v Sovětském svazu, což je přičítáno hlavně centrálně plánovanému řízení ekonomiky, likvidaci kapitalistického sektoru a násilné kolektivizaci v zemědělství. V důsledku krize, která postihla mnoho ekonomik světa, panoval mezi obyvateli těchto zemí názor, že kapitalismus je u konce a krizi přivodil demokratický systém. USA trvalo přes 4 roky, než zpracovala strategii na vylepšení hospodářské situace. **Hospodářský program The New Deal** (v češtině znám jako Nový úděl), který byl zaveden v letech 1933 – 1937 během vlády amerického prezidenta Francina D. Roosevelta, představoval soubor opatření, ekonomických a sociálních reforem s cílem ozdravit a zreformovat ekonomiku USA po hospodářské krizi. V Německu ve stejné době vznikl **Hitlerův program**, který vycházel z podobných principů jako americký program. Oba programy vycházely ze státních zakázek a vybudování centrální banky. Hitlerův program však jednoznačně směřoval k vojenským zakázkám. Projekt The New Deal představoval dlouhodobě zaměřené strategie s cílem opatrně omezit liberální ekonomické principy, ale zároveň nenarušit principy demokracie. Výsledky tohoto programu se dostavovaly pomalu. Naproti tomu výsledky Hitlerova programu se dostavily téměř okamžitě. Avšak levicové myšlenky tohoto programu směřující k absolutní moci, vedly k posilování zbrojení, které nakonec zapříčinilo rozpoutání 2. světové války. Za jednu z hlavních příčin vzniku 2. světové války, lze tedy považovat Světovou hospodářskou krizi.

V návaznosti na Světovou hospodářskou krizi je popsána japonská zkušenost s deflací. Japonsko zaznamenalo deflací v polovině 20. let 20. století, přičemž její trvání bylo prodlouženo právě Velkou hospodářskou krizí až do počátku 30. let.

4.2 Japonsko v deflaci

Japonsko v období 20. a 30. let

V průběhu 1. světové války plnilo Japonsko funkci zásobitele. Zásobovalo evropské, ale i další země, což způsobilo silný rozvoj japonské ekonomiky. Výrazně vzrostla průmyslová výroba, rozvíjel se i průmysl chemický a loďařství. V souvislosti s vojenskými účely se rozvíjel také těžký průmysl.

Navzdory posílení ekonomiky během války, 20. léta představovala i pro japonskou ekonomiku útlum. V roce 1920 otřásl Japonskem pokles zahraniční poptávky, která přešla na kvalitnější a levnější evropské zboží. Japonská ekonomika upadla do fáze recese hospodářského cyklu, provázena deflací. Pokles cen některé z komodit byl extrémně hluboký, např. ceny hedvábí spadly až o 70 %.

Důsledkem této deflace byl bankrot mnoha firem. Jejich potíže následně vedly ke krizi finanční sféry, protože klesala jejich likvidita a narůstaly špatné úvěry v bilancích bank. Japonská vláda se rozhodla pro záchranu krachujících firem a sanaci bank, ale tímto krokem pouze poskytla bankám čas pro nahromadění většího množství špatných úvěrů.

Dne 1. 9. 1923 navíc postihlo Japonsko zemětřesení. Zasažena byla oblast Kanto, v níž byla téměř zničena města Tokio a Jokohama. Japonská centrální banka (Bank of Japan – BoJ) poskytla ihned půjčky bankám z těchto postižených oblastí. Růst špatných úvěrů v bilancích bank a nárůst úvěrů u Bank of Japan nakonec vedly roku 1927 k bankovní krizi, v jejímž důsledku došlo k bankrotům velkého počtu bank.

Politika japonské centrální banky směřovala k návratu **zlatého standardu** na úrovni předválečné zlaté parity a odvolání zákazu vývozu zlata, což bylo nutným předpokladem pro fungování režimu zlatého standardu. V roce 1929 zahájila japonská vláda veřejnou kampaň za návrat ke zlatému standardu. Výsledkem bylo jeho přijetí v roce 1930 na předválečné úrovni zlaté parity. Tento krok však způsobil katastrofický scénář, neboť Japonsko se ocitlo v hluboké deflaci, což vedlo k sociálním nepokojům a veřejné

nespokojenosti. Navíc v září roku 1931 opustila Velká Británie zlatý standard, čímž se japonský jen dostal pod prodejní tlak v důsledku spekulace a očekávání, že Japonsko zlatý standard opustí po vzoru Velké Británie. Nastalá situace přinutila Japonsko opustit zlatý standard ještě v prosinci téhož roku.

Důsledky Velké hospodářské krize na přelomu 20. a 30. let v Japonsku nakonec nebyly tak výrazné jako např. v USA nebo v Německu, protože Japonsko v té době nebylo výrazně spjato se světovým hospodářstvím. Průmyslová výroba a úroveň HDP byly obnoveny na předkrizovou úroveň již v roce 1931. Problémem pro Japonsko po Velké hospodářské krizi byl především pokles exportu. Protože klesaly ceny exportních komodit, snižovaly se i příjmy zemědělců. Následná neúroda a nedostatek potravin měly ničující důsledky hlavně na venkovské obyvatelstvo. Další problém spočíval v devalvaci libry, na kterou byl vázán japonský jen. Jen byl v letech 1931 – 1933 znehodnocen až o 40 % proti americkému dolaru. Po silném znehodnocení jenu zavedlo Japonsko volně pohyblivý měnový kurz.

Vláda Japonska prosazovala ve 30. letech silně expanzivní měnovou politiku a fiskální politiku, především formou zvyšování vládních výdajů a to hlavně na vojenské účely. Podhodnocený jen způsobil nárůst exportu, který dohromady s rostoucí produkcí vyvolal rychlý růst ekonomiky. V zemi panovala téměř plná zaměstnanost.

Období po 2. světové válce

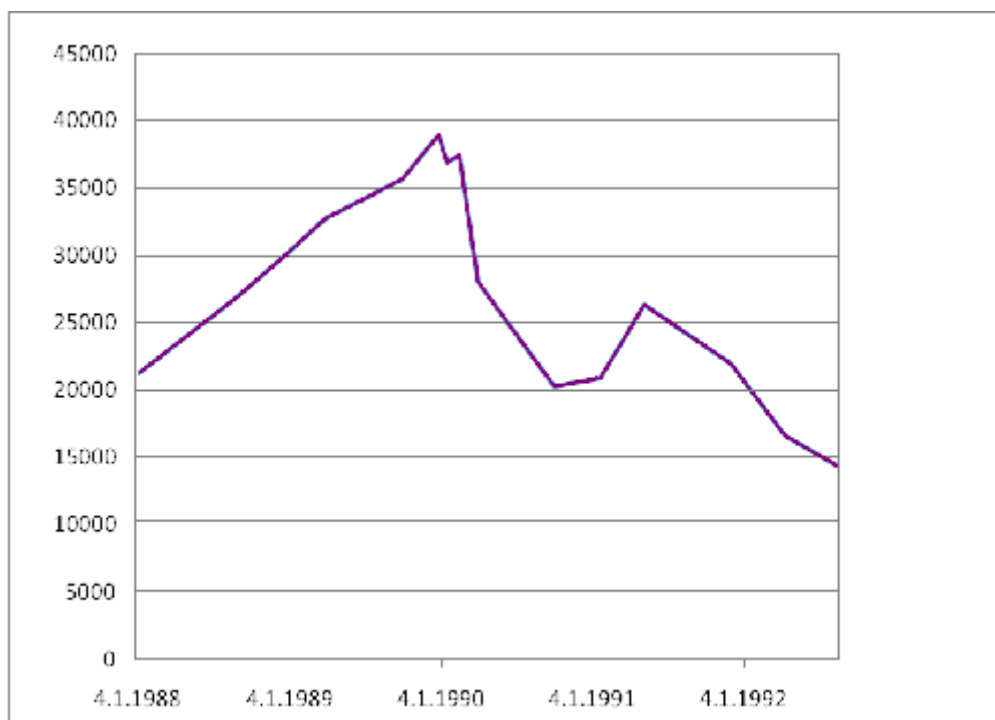
Po 2. světové válce přišlo období obrovského hospodářského růstu. V 60. letech bylo tempo růstu HNP v Japonsku v průměru 10,5 % ročně, tedy jednou tolik, co v jiných vyspělých zemích. V 70. letech ovlivnil Japonsko **první ropný šok**, kdy vzrostly ceny ropy z 3 USD/barel na 12 USD/barel. V roce 1974 klesl HDP na polovinu oproti předcházejícímu desetiletí. V roce 1977 byla pak v Japonsku oficiálně vyhlášena recese. **Druhý ropný šok** na přelomu 80. a 90. let způsobil další ztrojnásobení cen ropy. Navzdory k dlouhotrvající recesi nastalo v Japonsku pouze mírné snížení tempa růstu HDP, protože ekonomika byla již na další cenový šok lépe připravena.

Japonsko v období od 80. let

Díky dohodě mezi USA a Japonskem na zhodnocení japonské měny ke snížení deficitu americké obchodní bilance, se kurz japonského jenu během několika let až zdvojnásobil. Japonský jen aprecioval z 259 JPY/USD v roce 1985 na 124 JPY/USD v roce 1988.

Toto posílení jenu snížilo konkurenceschopnost japonských firem na zahraničních trzích a způsobilo propad exportu Japonska. Bank of Japan reagovala poprvé v roce 1986 snížením úrokových sazeb z 5 % na 2,5 %, aby ochránila japonský export a podpořila domácí poptávku. Tato politika se projevila již roku 1987 růstem HDP. Ekonomika se naházela ve fázi expanze, avšak přesto docházelo současně k růstu peněžní nabídky v ekonomice, k nárůstu poskytovaných úvěrů a k růstu cen aktiv. V Japonsku v té době probíhala liberalizace finanční sféry a banky dostaly právo poskytovat vlastní úvěry. Díky nízkým úrokům mohly firmy přijímat výhodné úvěry a používat je spekulativně. Vysoká poptávka po akciích a nemovitostech vyvolala spekulativní nárůst jejich cen. V této situaci neustále se zvyšujících cen akcií a nemovitostí bylo pro japonské firmy výhodnější financovat své aktivity pomocí emise akcií, namísto bankovního úvěrování. Banky byly nuceny najít nový sektor pro poskytování úvěrů, aby získaly potřebné zisky. Našly jej v drobných podnicích a v domácnostech. Domácnostem banky poskytovaly spotřební úvěry, které však domácnosti nejčastěji využívaly k nákupu aktiv na kapitálovém trhu či na trhu reálných aktiv, což vyvolalo další nárůst jejich cen. V Japonsku v tomto období panovala nízká inflace. Index spotřebitelských cen se v letech 1986 – 1988 pohyboval pod úrovní 1 %.

Navzdory této nízké inflaci, ceny aktiv rychle vzrostly. Tento vývoj lze charakterizovat jako **inflaci aktiv**. Ta se projevila na prudkém růstu burzovních indexů a indexů cen půdy. **Burzovní index Nikkei 225 Average** dosáhl svého vrcholu koncem roku 1989, kdy dosahoval hodnoty 38.916 JPY. OECD označila tuto bublinu za největší bublinu v zemích OECD po 2. světové válce.



Obr. 13 Index Nikkei 225 Average 1998 – 1992

Zdroj: Nikkei 225 – data (trhy.penize.cz), Graf – vlastní konstrukce

Spekulativní bublina a úloha Bank of Japan

Vlivem snížení úrokových sazeb docházelo k narůstajícímu investování firem i domácností do aktiv a nemovitostí, což vedlo k růstu jejich cen, čímž se nafukovala spekulativní bublina. Centrální banka Japonska neměla dostatečné odůvodnění pro zvýšení úrokových měr, protože míra inflace byla v tomto období velmi nízká. K nárůstu míry inflace na 2,3 % došlo až v roce 1989. V předchozím roce 1988 byla míra inflace pouze na 0,7 %.

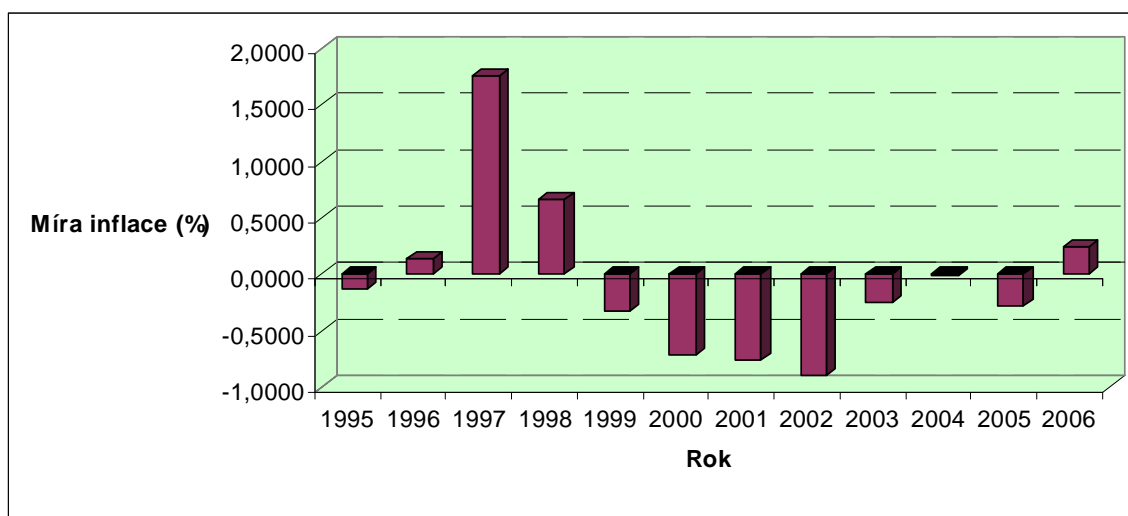
Bublina splaskla, když roku 1989 zvýšila Bank of Japan úrokové míry z 2,5 % na 4,25 % a v roce 1990 až na 6 %. Tento krok zvolila centrální banka z obavy před inflačními tlaky způsobenými expanzivní monetární politikou a kvůli devalvaci jenu ze 125 JPY/USD v roce 1989 na 150 JPY/USD v roce 1990. Centrální banka rapidně snížila množství peněz, které banky mohly půjčovat proti zástavě v podobě nemovitostí, což vedlo k obrovskému poklesu cen aktiv. Banky se dostaly do potíží, protože dlužníci náhle ručili

znehodnocenými nemovitostmi. Ztráty japonských bank dosáhly stovek miliard dolarů a musely být sanovány z rozpočtu státu. Japonské banky se vydaly cestou tzv. **morálního hazardu** s vědomím, že případné ztráty pokryje stát, proto tak dlouho financovaly spekulativní bublinu a poskytovaly úvěry i přes vysoká rizika. Za chybu lze také považovat monetární politiku zvyšování peněžní zásoby v ekonomice v 80. letech.

Boj Japonska s deflací v 90. letech

Po splasknutí spekulativní bubliny reagovala Bank of Japan prostřednictvím politiky fiskální expanze. V letech 1991 – 1994 bylo v Japonsku vypracováno několik vládních programů s cílem stimulovat agregátní poptávku. Tyto programy hluboce navýšily státní dluh Japonska až na 86 % HDP a japonská ekonomika upadla do fáze recese.

V letech 1995 – 1996 nastalo krátké oživení ekonomiky způsobené firemními investicemi, růstem exportu a vládních výdajů. Investice narůstaly vzhledem k prováděné monetární politice, kdy Bank of Japan postupně snižovala úrokové sazby z 6 % v roce 1990 na 0,8 % v roce 1996. Firmy však na toto snižování úrokových sazeb reagovaly výrazným omezením investic. Vláda se v roce 1996 navíc rozhodla také pro fiskální restrikcí za účelem stabilizovat rozpočty prostřednictvím navýšení spotřebních daní, což vneslo do ekonomiky prvek nejistoty. Vývoj míry inflace na obr. 14 v roce 1995 znázorňuje pokles do záporných hodnot, následné oživení vývoje míry inflace zjištěné pomocí CPI a zpět do kladných hodnot roku 1996. Na přelomu let 1998 – 1999 nastal zvrat a ekonomika znovu upadla do deflačního vývoje. Návrat do kladných hodnot pak ukazují až výsledky vývoje míry inflace, zjištěné pomocí CPI na přelomu let 2005 a 2006.



Obr. 14 Vývoj míry inflace v Japonsku v letech 1995 – 2006

Zdroj: Japan Historical Inflation Rates, 2010 (www.rateinflation.com), Graf – vlastní konstrukce

Na počátku roku 1998 přijala vláda program „Big Bang“, který měl změnit celkové institucionální prostředí Japonska a zvolila proto fiskální expanzi, čímž se státní dluh ještě více prohloubil a to až na hodnotu 160 % HDP. Vláda se rozhodla pro administrativní opatření, kdy navýšila minimální výši vlastních kapitálů na 8 % pro mezinárodní a na 4 % pro domácí banky, místo omezení morálního hazardu. V souvislosti s tímto opatřením se hovořilo o **úvěrové tísní** a **zablokování úvěrů – credit crunch**. Od roku 1998 začal totiž celkový objem absolutních úvěrů klesat.

V souvislosti se situací v Japonsku se hovořilo také o **pasti likvidity**. Ekonomika, která se nachází v recesi, může být oživena prostřednictvím monetární expanze provedené centrální bankou. Toto řešení je však v případě pasti likvidity neúčinné, jak tomu bylo i v případě Japonska. Problémem zde byly velice nízké nominální úrokové sazby, které dosahovaly dokonce nulových hodnot. Neexistovala tedy možnost jejich dalšího snížení, což je běžné při užití politiky monetární expanze. Keynesova teorie pasti likvidity předpokládá, že jsou-li nízké nominální úrokové sazby, spotřebitelé očekávají jejich budoucí růst a preferují proto držbu likvidní hotovosti a očekávají, že s růstem úrokové míry poklesne cena ostatních finančních aktiv. Ceny klesají, ale reálné úrokové sazby jsou příliš vysoké a nestimulují domácí spotřebu, což brání oživení ekonomiky. Pro

navýšení zaměstnanosti a produkce je nutné výrazné snížení reálných úrokových měr. Monetární politika je ale neúčinná, neboť zvýšení peněžní nabídky zůstává v likvidní formě.

Pastí likvidity se zabýval také ekonom Paul Krugman, držitel Nobelovy ceny za ekonomii z roku 2008. Problém Japonska spatřoval převážně ve stárnoucí populaci, nízké úrovni porodnosti a zanedbatelné imigraci. Z tohoto důvodu čelí Japonsko trvalému poklesu pracující populace a narůstajícímu počtu důchodců. Tyto okolnosti vysvětlují, proč japonské obyvatelstvo hodně šetří. V ekonomice následně nastává situace, kdy úspory převyšují investice. Možnosti investování jsou v Japonsku omezeny a firmy i domácnosti se proto zdráhají investovat své úpory dokonce i při nulové úrokové sazbě. Dle Krugmana spočívá japonská past likvidity jednak v politice centrální banky, která věří v cíl stabilní cenové hladiny na úrovni velmi nízké inflace. Japonsko však k vyléčení potřebuje inflaci, respektive příslib budoucí inflace, trvající alespoň desetiletí. Na druhou stranu nezáleží na tom, jak moc by centrální banka zvýšila peněžní zásobu v ekonomice, protože nominální úrokové sazby, které jsou již na nulové hodnotě, nelze dále snižovat. A protože lidé nevěří, že by v budoucnu mohla inflace propuknout, nenastane ani snížení reálných úrokových měr. Japonsko se tak nacházelo v pasti. Krugman sice zastával názor, že lékem na situaci v Japonsku je inflace, avšak přiznal, že i on se může mýlit.

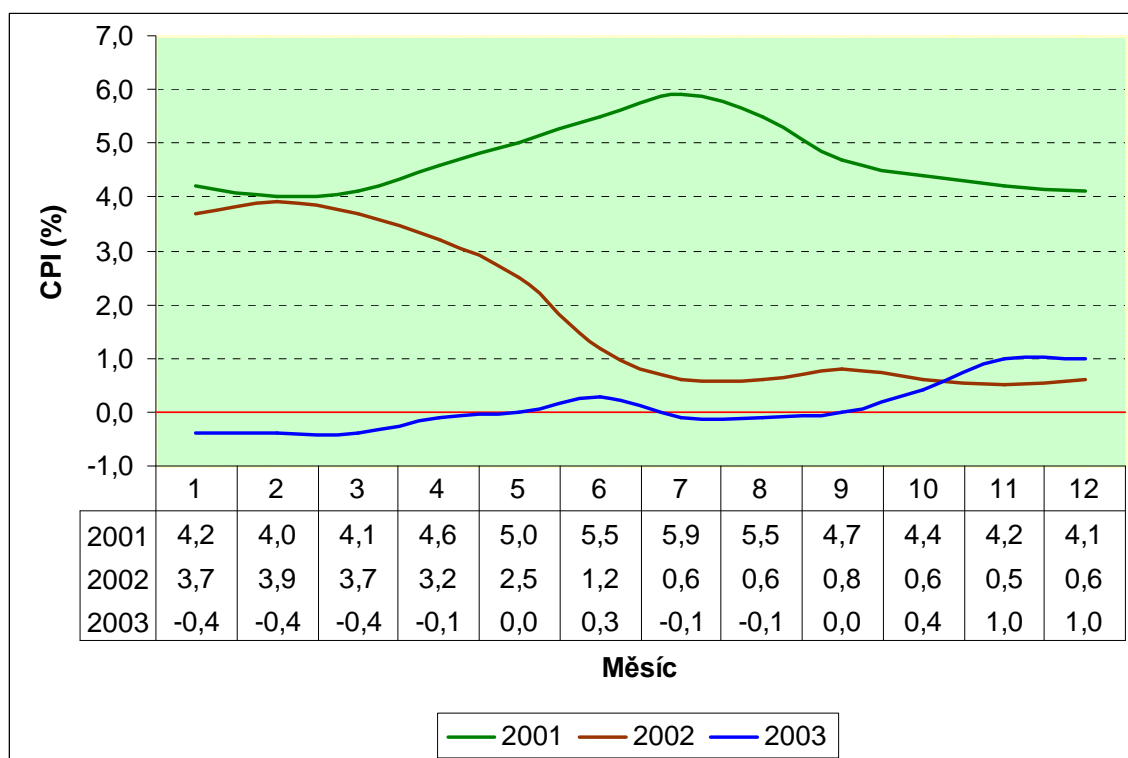
Shrnutí vývoje Japonské ekonomiky

Japonská ekonomika byla v 80. letech charakteristická stabilním a dlouhodobým ekonomickým růstem, jenž dosahoval v průměru 4 %. Tento růst byl doprovázen navíc nízkou inflací a relativně nízkými úrokovými sazbami. Na počátku 90. let se situace Japonska změnila a tempo růstu HDP začalo rychle klesat. Celé toto desetiletí lze označit za období stagnace. Následně se japonská ekonomika propadla do recesně deflační spirály, která byla vyvolána problémy na straně poptávky a i na straně nabídky. Jedním z důsledků těchto problémů, bylo rozhodnutí japonské centrální banky, přejít k politice nulových úrokových měr. Centrální banka se tuto politiku pokusila v roce 2000 změnit a úrokové míry navýšit, ale brzy se k ní opět vrátila, již v roce 2001. Dosavadní vývoj japonské ekonomiky byl provázen stagnací produkce, poklesem cen, konstantním

vývojem cen finančních aktiv, poklesem exportů, narůstajícím počtem bankrotů firem i bank a nezaměstnaností na úrovni, na kterou japonská společnost není zvyklá. Japonská ekonomika upadla do úvěrové tísně, pasti likvidity, respektive do recesně deflační spirály. Japonskou deflaci je tedy nutno považovat za deflaci špatnou.

4.3 Situace v České republice v letech 2001 – 2003

Je to pouze pár let nazpět do minulosti, kdy České republice hrozila deflace. V následujícím grafu je znázorněn vývoj meziroční míry inflace v letech 2001 – 2003, kde je možno sledovat na počátku roku 2003 propad míry inflace do záporných hodnot, tedy do deflačního vývoje. Míra inflace je zde vyjádřena procentně přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku. Tato míra inflace je vhodná ve vztahu ke stavovým veličinám, které zjišťují změnu stavu mezi začátkem a koncem období bez ohledu na průběh vývoje během tohoto období. Bere se v úvahu např. při propočtech reálné úrokové míry či reálného zvýšení cen majetku.



Obr. 15 Vývoj meziroční míry inflace v ČR v letech 2001 – 2003

Zdroj: ČSÚ – Inflace (www.cszo.cz), Graf – vlastní konstrukce

Od počátku roku 2002 cíluje Česká národní banka (ČNB) míru inflace měřenou indexem spotřebitelských cen. V letech 2001 – 2003 se ale tento plánovaný vývoj cenové hladiny značně lišil od cenové hladiny skutečné. Došlo k tzv. podstřelení inflačního cíle v měnové politice Českou národní bankou.

Deflace může být, mimo jiné, důsledkem nedostatečné emise peněz v ekonomice, respektive stahováním peněz z oběhu. Příčinou deflace se může stát i toto podstřelení inflačního cíle. Česká národní banka platí za stahování peněz tzv. repo sazbu, čímž jí vznikají náklady a snižuje se její zisk. Repo sazba představuje sazbu, kterou musí Česká národní banka odvádět ostatním bankám, aby si ty u ní ukládaly peníze. Namísto placení těchto repo sazeb mohly být z takto nabytého zisku financovány jiné veřejné statky. Česká národní banka nemá politiku růstu množství peněz a pouze pasivně sterilizuje všechny peníze, které vkládá do ekonomiky během zásahů na devizovém trhu.

Důsledkem vzniku deflace vlivem podstřelení inflačního cíle jsou tzv. náklady podstřelení.

Náklady podstřelení

Tento problém vychází ze situace, kdy se skutečná inflace liší od inflace, kterou Česká národní banka předpovídá a veřejnost očekává. Neřeší se, zda skutečná inflace je kladná či záporná, ale že skutečná inflace se liší od stanoveného cíle ČNB.

V ČR si tento cíl stanovuje sama Česká národní banka, zatímco v jiných zemích mají tento cíl stanovený zákonem. Při jeho neplnění jsou pak uděleny určité sankce. Vzhledem k tomu, že ČNB si cíl klade sama, tyto sankce se jí netýkají, neboť by si je musela udělit sama.

Ztráta kredibility ČNB je uváděna mezi těmito náklady podstřelení jako jeden ze dvou příkladů. V důsledku mylné predikce míry inflace ztrácí ČNB důvěryhodnost u ekonomických subjektů. Např. tržní úrokové sazby nebo různé smluvní inflační doložky se na trhu tvoří bez ohledu na práci analytiků centrální banky. Za další náklady podstřelení lze považovat **přerozdělování od dlužníků k věřitelům a následné poruchy ekonomického vývoje**. Míra inflace předpovídaná Českou národní bankou se projeví totiž i do nároků na vyšší mzdy, které požadují odbory. Je-li pak tato míra inflace ve skutečnosti výrazně nižší, firmy jsou nuceny snižovat své stavy a propouštět, protože mzdy jsou smluvené na tu vyšší, předpovídanou úroveň. Růst nominálních výnosů firem je tedy nižší oproti předpokládanému.

5 Problematika ekonomické situace v současnosti

Charakteristickým rysem současnosti je ekonomická krize a její následky, z nichž se jednotlivé ekonomiky po celém světě stále vzpamatovávají. V roce 2006 se přeli dva ekonomové, Peter Schiff a Arthur Laffer, v jednom televizním pořadu o budoucnosti americké ekonomiky. Laffer překypoval optimismem a tvrdil, že ekonomiky se nikdy nenacházela v lepším stavu a měnová politiky země je vynikající. Proti tomuto názoru stál Schiff s tím, americkou ekonomiku čeká v brzké budoucnosti propad do fáze recese hospodářského cyklu. Laffer se odvolával na rostoucí bohatství domácností, ale Schiff tento názor konfrontoval s tím, že k tomuto růstu výrazně přispěly nafouknuté ceny nemovitostí, které dle jeho názoru brzy splasknou. V přímém televizním přenosu se poté vsadili o symbolický cent, kdo z nich bude mít pravdu. Odpověď přišla ihned v následujícím roce, kdy americká ekonomika upadla do hypoteční krize. V následujícím roce se hypoteční krize přehoupla do světové ekonomické krize.

5.1 Příčiny celosvětové krize

Příčin světové ekonomické krize je několik. Na samotném počátku stála již zmiňovaná americká hypoteční krize z roku 2007, která postupně přerostla ve světovou finanční krizi. Začátek 21. století znamenal pro Evropu a Japonsko stagnaci. Ekonomika USA se nacházela dokonce ve fázi recese hospodářského cyklu. Centrální banky jednotlivých zemí prováděly politiku snižování úrokových sazeb, aby tak podpořily tvorbu úvěrů a hospodářský růst. Tyto velmi nízké úrokové sazby vedly v některých zemích, zejména v USA, k obrovské expanzi hypotečních úvěrů. Americké finanční společnosti začaly poskytovat tzv. **sub – prime (nestandardní) hypotéky**. Jednalo se o hypotéky poskytované klientům, kteří by si je za standardní ceny nemohli dovolit. Hypoteční úvěry si v té době brali doslova všichni – dělníci, uklízečky, prodavačky v supermarketech nebo ilegální imigranti. Jak je možné, že každý kdo chtěl, si mohl hypotéku dovolit? V USA neexistuje právní institut trvalého bydliště a dokonce neexistují občanské průkazy.

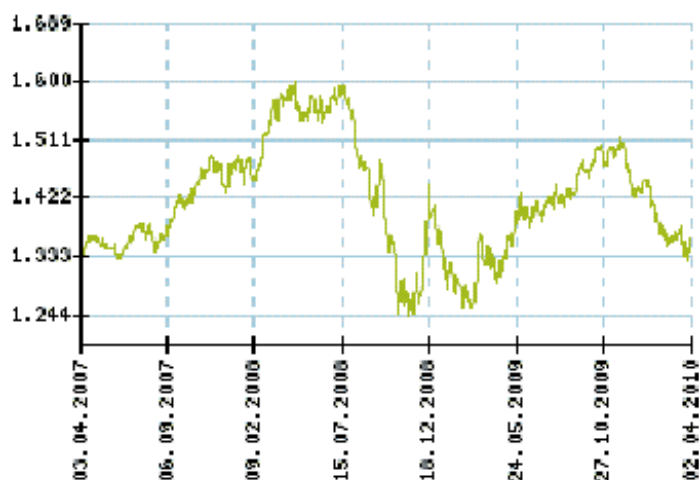
Lidem, kteří měli o hypotéku zájem, proto stačil řidičský průkaz a daňové identifikační číslo jako doklad totožnosti, což v USA není problém si pořídit. Samozřejmě žadatelé často informovali o svých příjmech nepravdivě, k čemuž byli často naváděni agenti. Úvěroví pracovníci a tito agenti – makléři byli odměňováni za množství uzavřených smluv. Značnou část poptávky po nemovitostech tak v USA tvořili nelegálně pracující Mexičané a další obyvatelé podobných zemí. Ti si brali hypotéku s cílem splnit si svůj americký sen. Výsledkem bylo jejich masivní zadlužení, když začaly úrokové sazby opět narůstat. Přišli na to, že splátky za hypotéky mnohonásobně převyšují jejich příjmy.

Tento problém se však netýkal pouze nejnížší příjmové skupiny obyvatel. Potíže finančních institucí, které se soustředily na rizikové úvěry, vyvolaly paušální nárůst rizikových přírážek u všech jiných než prvotřídních úvěrů. **Riziková přírážka** představuje, o kolik je vyšší úroková míra pro rizikové zákazníky ve srovnání s méně rizikovými klienty. Čím vyšší byla tedy přírážka, tím vyšší byl zákonitě dluh. Nízké rizikové prémie, které přetrvávaly až do června roku 2007, způsobily obrovskou expanzi fúzí, akvizic či investic rizikových kapitalistů a některých fondů. To samé platilo i pro developerské projekty v oblasti komerčních a rezidenčních nemovitostí. Tento trh rizikových úvěrů a velkých transakcí byl brzy vyčerpán do dna. Kvůli pádu cen nemovitostí a až pozdě ztřeštěným pravidlům poskytování úvěrů bylo pro majitele těchto nemovitostí velmi obtížné dům prodat nebo nově refinancovat. Důsledkem neopatrného poskytování hypoték rizikovým klientům, kteří nebyli schopni své finanční závazky splácet, bylo vytvoření finanční propasti, která vedla ke kolapsu mnoha velkých amerických obchodníků s hypotékami.

Další příčinou světové ekonomické krize byla také vysoká cena ropy, která ovlivnila pokles HDP a růst spotřebitelských cen. Vysokou cenu ropy způsobili spekulativní obchody, slabý dolar, ale i rostoucí poptávka Číny před olympiádou v Pekingu v roce 2008. Když pak udeřila ekonomická krize v plné síle, smetla velké množství světových bank, akciových trhů i samotnou cenu ropy. Ta ze svého maxima 147 USD/barel v červenci spadla během pár měsíců natolik, že na konci roku 2008 prolomila hranici 50 USD/barel.

A jak je to s oslabením amerického dolaru (USD)? S nastupující krizí se hovořilo o tom, že americký dolar končí jako světová měna číslo 1. Tyto predikce mohly být těžko brány vážně, když právě ve chvílích paniky na finančních trzích to byl americký dolar, který byl investory nakupován jako bezpečná měna. Podobně se trvalé přízni investorů těšily americké vládní dluhopisy vedené v USD. Úroková sazba, kterou nabízely, se v té době posunula pod hranici 4 %.

Diskutované téma o nahrazení eura za americký dolar se ukázalo jako neopodstatněné. Euro prozatím není ze strany Evropské centrální banky ani ze strany Evropské unie připraveno na to, stát se světovou měnou číslo 1. Euro je historicky stále mladé na to, aby zaujalo tuto pozici, kterou má v současné době americký dolar. Následující graf zachycuje vztah eura a amerického dolaru od roku 2007 do současnosti.



Obr. 16 Vývoj EUR/USD v letech 2007 – 2010

Zdroj: Finance – data online (kurzy.finance.cz)

5.2 Důsledky celosvětové krize

Ekonomická krize měla nejvíce negativní vliv na bankovní sektor, pojišťovny a subjekty poskytující hypotéky. Když americká hypoteční krize překlenula v celosvětovou

ekonomickou krizi, dostaly se do potíží i podniky mimo finanční sektor. Důsledky světové krize lze shrnout takto:

- propad finančního sektoru
- zhoršené podmínky pro pořízení úvěrů vzhledem ke sníženému kapitálu finančních institucí
- devalvace majetku, opory pro pojištění, následované obavami z nesplnění závazků
- devalvace určitých měn (Islandská koruna, východoevropská a latinskoamerická měna)
- prohloubení veřejných dluhů jednotlivých zemí světa
- nárůst nezaměstnanosti.

Následující tabulka znázorňuje veřejný dluh u vybraných zemí z roku 2009 v kontrastu k roku 2008. Vybrané země jsou seřazeny od nejvyššího veřejného dluhu. Data jsou vyjádřena v (%) v poměru k GDP (HDP).

	Země	2008 (% HDP)	2009 (% HDP)	06/2009 Populace (mil.)
1.	Zimbabwe	265,6	304,3	11,392,629
2.	Japonsko	192,1	192,1	127,078,679
3.	Libanon	160,0	156,0	4,017,095
4.	Singapur	99,2	117,6	4,657,542
5.	Itálie	105,8	115,2	58,126,212
6.	Řecko	97,4	108,1	10,737,428
7.	Belgie	89,6	99,0	10,414,336
8.	Island	56,5	95,1	306,694
9.	Egypt	86,5	79,8	78,866,635
10.	Francie	68,1	79,7	64,057,792
11.	Maďarsko	72,9	78,0	9,905,596
12.	Německo	66,0	77,2	82,329,758
13.	Portugalsko	66,4	75,2	10,707,924
14.	Kanada	63,8	72,3	33,487,208
15.	Spojené Království	51,8	68,5	61,113,205
16.	Rakousko	62,6	66,5	8,210,281
17.	Irsko	44,2	63,7	4,203,200
18.	Holandsko	58,2	62,2	16,715,999
19.	Chorvatsko	42,7	61,0	4,489,409
20.	Norsko	55,7	60,2	4,660,539
21.	Indie	57,6	59,6	1,156,897,766
22.	Spojené státy	39,7	52,9	307,212,123

23.	Španělsko	40,7	50,0	40,525,002
24.	Argentina	48,8	49,1	40,913,584
25.	Turecko	40,0	48,5	76,805,524
26.	Polsko	45,2	47,5	38,482,919
27.	Brazílie	38,8	46,8	198,739,269
28.	Thajsko	37,9	45,9	65,998,436
29.	Švýcarsko	40,2	43,5	7,604,467
30.	Švédsko	36,7	43,2	9,059,651
31.	Finsko	34,2	41,4	5,250,275
32.	Dánsko	33,5	38,5	5,500,510
33.	Mexiko	35,8	37,7	111,211,789
34.	Slovensko	28,7	34,6	5,463,046
35.	Tchajwan	29,5	33,5	22,974,347
36.	Česká republika	26,8	32,8	10,211,904
37.	Lotyšsko	19,5	32,5	2,231,503
38.	Slovinsko	23,0	31,4	2,005,692
39.	Litva	15,6	31,3	3,555,179
40.	Ukrajina	20,1	30,0	45,700,395
41.	Indonésie	29,3	29,8	240,271,522
42.	Nový Zéland	24,4	29,3	4,213,418
43.	Rumunsko	14,7	20,0	22,215,421
44.	Austrálie	14,7	18,6	21,262,641
45.	Čína	15,6	18,2	1,338,612,968
46.	Hongkong	13,9	18,1	7,055,071
47.	Bulharsko	14,1	14,7	7,204,687
48.	Lucembursko	10,2	14,5	491,775
49.	Chile	5,2	9,0	16,601,707
50.	Estonsko	4,8	7,5	1,299,371
51.	Katar	5,1	7,1	833,285
52.	Rusko	6,5	6,9	140,041,247

Tab. 1 Veřejný dluh ve vybraných zemích v letech 2008 – 2009

Zdroj: CIA – The World Factbook (www.cia.gov), Tabulka – vlastní konstrukce

Celosvětová ekonomická krize se projevila v ekonomikách jednotlivých zemí tak, že mnoho z nich se propadlo do fáze recese hospodářského cyklu a některé hlásí dokonce deflační vývoj ekonomiky. V následující tabulce jsou uvedeny země, jejichž roční míra inflace za rok 2009 se pohybuje v záporných hodnotách. Míra inflace je zjištěna pomocí indexu spotřebitelských cen (CPI), kdy právě procentní změny tohoto indexu udávají měřítko pro odhad inflace.

	Země	Míra inflace 2008 (%)	Míra inflace 2009 (%)
1.	Katar	15,2	-3,9
2.	San Marino	-1,5 (2006)	-3,5 (2008)

2.	Irsko	4,1	-1,7
3.	Japonsko	1,4	-1,3
4.	Faerské ostrovy	6,4	-1,1
5.	Kambodža	25,0	-1,0
6.	Portugalsko	2,6	-0,9
7.	Thajsko	5,5	-0,9
8.	Tchajwan	3,5	-0,9
9.	Čína	5,9	-0,8
10.	Španělsko	4,1	-0,8
11.	Spojené státy	3,8	-0,7
12.	Švýcarsko	2,4	-0,6
13.	Švédsko	3,5	-0,5
14.	Estonsko	10,4	-0,4
15.	Hongkong	4,3	-0,3

Tab. 2 Průměrná roční míra inflace u vybraných zemí z let 2008 a 2009

Zdroj: CIA – The World Factbook (www.cia.gov), Tabulka – vlastní konstrukce

K nulovým hodnotám za rok 2009 poklesly např. ekonomiky Belgie, Německa a Finska. Ekonomika Finska zaznamenala míru inflace 0,1 %, Rakousko 0,4 % a Itálie 0,6 %. Řecko se dostalo na hodnotu 1,0 % a Česká republika na 1,1 %. Pro srovnání, Evropská unie (EU) hlásí míru inflace 0,6 % za rok 2009.

Zvláštním případem je oblast v jižní Evropě, italská země San Marino. Jde o malou zemi o rozloze pouhých 61 km² s populací 30.167 obyvatel. Již v roce 2006 byla míra inflace v této zemi na úrovni -1,5 %, tedy v záporných hodnotách. Tento ukazatel se v roce 2008 prohloubil až na -3,5 %.

V důsledku světové hospodářské krize zkrachovalo mnoho podniků po celém světě. Následkem toho narůstala nezaměstnanost. Tabulka č. 3 znázorňuje míru nezaměstnanosti ve vybraných zemích v letech 2008 a 2009.

	Země	Míra nezaměstnanosti 2008 (%)	Míra nezaměstnanosti 2009 (%)
1.	Zimbabwe	80,0 (2005)	95,0
2.	Španělsko	11,4	18,1
3.	Lotyšsko	7,5	16,6
4.	Chorvatsko	13,7	16,1
5.	Litva	5,8	15,0
6.	Turecko	11,2	14,5
7.	Estonsko	5,7	14,3

8.	Irsko	6,3	12,0
9.	Slovensko	7,7	11,8
10.	Polsko	9,8	11,0
11.	Maďarsko	7,8	10,8
12.	Indie	10,4	10,7
13.	Chile	7,8	10,0
14.	Francie	7,4	9,7
15.	Egypt	8,7	9,7
16.	Argentina	7,9	9,6
17.	Spojené státy	5,8	9,4
18.	Slovinsko	6,7	9,4
19.	Švédsko	6,1	9,3
20.	Česká republika	5,4	9,3
21.	Evropská unie	7,2	9,3
22.	Portugalsko	7,2	9,3
23.	Rusko	6,5	8,9
24.	Řecko	7,7	8,9
25.	Kanada	6,2	8,5
26.	Finsko	6,4	8,5
27.	Belgie	7,0	8,3
28.	Island	4,8	8,2
29.	Německo	7,8	8,2
30.	Spojené království	5,6	8,0
31.	Indonésie	8,4	7,7
32.	Rumunsko	4,4	7,6
33.	Itálie	6,8	7,5
34.	Brazílie	7,9	7,4
35.	Nový Zéland	4,2	7,3
36.	Lucembursko	4,4	6,8
37.	Tchajwan	4,1	5,9
38.	Hongkong	3,5	5,9
39.	Austrálie	4,2	5,7
40.	Mexiko	4,0	5,6
41.	Japonsko	4,0	5,6
42.	Holandsko	4,0	5,0
43.	Ukrajina	2,3 (2007)	4,8
44.	Rakousko	3,9	4,7
45.	Dánsko	3,4	4,3
46.	Čína	4,2	4,3
47.	Švýcarsko	2,8	3,7
48.	Norsko	2,6	3,2
49.	Singapur	2,2	3,0
50.	Thajsko	1,4	1,6
51.	Katar	0,4	0,5

Tab. 3 Míra nezaměstnanosti v letech 2008 – 2009 ve vybraných zemích

Zdroj: CIA – The World Factbook (www.cia.gov), Tabulka – vlastní konstrukce

Světová finanční krize způsobila zpomalení vývoje ekonomik mnoha zemí. Tab. 4 ukazuje vývoj míry růstu reálného GDP ve vybraných zemích v letech 2007 – 2009.

	Země	Míra růstu reálného GDP		
		2007	2008	2009
1.	Lotyšsko	10,0	-4,6	-17,8
2.	Litva	8,9	3,0	-16,8
3.	Ukrajina	7,9	2,1	-14,1
4.	Estonsko	7,2	-3,6	-13,7
5.	Rusko	8,1	5,6	-7,9
6.	Finsko	4,1	0,8	-7,6
7.	Irsko	6,0	-3,0	-7,5
8.	Rumunsko	6,2	7,1	-6,9
9.	Maďarsko	1,2	0,6	-6,7
10.	Mexiko	3,3	1,3	-6,5
11.	Island	5,5	1,3	-6,3
12.	Slovinsko	6,8	3,5	-6,2
13.	Turecko	4,7	0,9	-6,0
14.	Japonsko	2,3	-0,7	-5,7
15.	Chorvatsko	5,5	2,4	-5,2
16.	Itálie	1,5	-1,0	-5,0
17.	Německo	2,5	1,3	-5,0
18.	Slovensko	10,4	6,4	-4,9
19.	Bulharsko	6,2	6,0	-4,9
20.	Švédsko	2,7	-0,4	-4,6
21.	Lucembursko	5,2	-0,9	-4,5
22.	Spojené království	2,6	0,7	-4,3
23.	Holandsko	3,6	2,0	-4,3
24.	Dánsko	1,6	-0,9	-4,3
25.	Česká republika	6,1	2,6	-4,2
26.	Evropská unie	3,0	0,9	-4,0
27.	Španělsko	3,6	0,9	-3,6
28.	Rakousko	3,5	2,0	-3,5
29.	Belgie	2,6	1,0	-3,4
30.	Portugalsko	1,9	0,0	-3,3
31.	Hongkong	6,4	2,4	-3,1
32.	Thajsko	4,9	2,6	-2,8
33.	Řecko	4,0	2,9	-2,5
34.	Tchajwan	6,0	0,7	-2,5
35.	Argentina	7,5	5,0	-2,5
36.	Spojené státy	2,1	0,4	-2,4
37.	Kanada	2,5	0,4	-2,4
38.	Singapur	7,8	1,1	-2,1
39.	Francie	2,3	0,3	-2,1
40.	Švýcarsko	3,6	1,8	-1,8
41.	Chile	4,7	3,2	-1,5
42.	Nový Zéland	3,2	0,0	-1,3
43.	Norsko	6,2	2,5	-1,1

44.	Brazílie	6,1	5,1	0,1
45.	Austrálie	4,0	2,4	0,8
46.	Polsko	6,8	5,0	1,1
47.	Zimbabwe	-4,6	-14,4	3,7
48.	Indonésie	6,3	6,1	4,4
49.	Egypt	7,1	7,2	4,5
50.	Indie	9,0	7,4	6,5
51.	Libanon	4,0	6,3	7,0
52.	Čína	13,0	9,0	8,7
53.	Katar	17,3	13,4	9,2

Tab. 4 Míra růstu reálného GDP ve vybraných zemích v letech 2007 – 2009

Zdroj: CIA – The World Factbook (www.cia.gov), Tabulka – vlastní konstrukce

Z tohoto seznamu vykazují všechny země propad tempa růstu ekonomiky, kromě dvou zemí – Zimbabwe a Libanonu. Monetární politika Zimbabwe, prováděná centrální bankou do počátku roku 2009, pumpování peněz do ekonomiky měla za cíl snížit schodek rozpočtu země. Tato politika však způsobila hyperinflaci. Nová vláda ustanovená v únoru roku 2009 provedla určitá vylepšení v zemi, včetně zastavení hyperinflace např. pomocí odstranění cenových kontrol. Zimbabwe tak zaznamenalo vůbec první růst ekonomiky za celou dekádu. V Libanonu byla ustanovena nová vláda v roce 2008, která přinesla politickou stabilitu země. Nejvýznamnější služby v Libanonu jsou turismus a silný bankovní sektor. Nová vláda znamenala opětovný rozkvět těchto odvětví a pomohla ekonomickému růstu země.

Naproti těmto zemím, jejichž ekonomiky rostou navzdory světové krizi, stojí Pobaltské státy Estonsko, Lotyšsko a Litva. Ekonomiky těchto států zažívají největší pokles v důsledku světové krize. Např. ekonomika Litvy rostla v průměru o 8 % ročně za poslední 4 roky až do roku 2008. Několikanásobný propad vývoje ekonomiky v roce 2009 způsobilo v zemi omezení importů téměř na polovinu oproti roku 2008. V zemi následkem krize masivně narostla i nezaměstnanost. Vláda se snaží o rozvoj exportu pomocí kampaně vedené ministerským předsedou Kubiliusem.

Světová krize nezpůsobila pouze propad mnoha světových ekonomik, ale znamenala také pád vlád, demonstrace a celkovou paniku ve společnosti, která důsledky krize ještě prohloubila. Masové protesty proti vládní politice probíhaly např. na Islandu v lednu roku

2009. Vláda Islandu byla donucena uspořádat volby 2 roky před koncem mandátu. Protesty probíhaly i v jiných zemích. Stovky tisíc lidí protestovalo proti politice N. Sarkozyho ve Francii. V Litvě zorganizovaly odbory a opozice shromáždění proti premiéru I. Godmanisovi. Shromáždění, kterého se účastnilo téměř 20.000 občanů, přerostlo v nepokoj. Tento dav lidí se pokoušel dostat do parlamentu a musel být zastaven pomocí státní policie. Protestovalo se i v Moskvě nebo v Řecku. Situace v Řecku je v současné době velmi diskutovanou. Tamní generální stávka odstavila z provozu školy, letiště a další služby. Nesouhlas s politikou vlády však nevyjadřovali pouze občané Evropy. Protesty probíhaly např. i v Číně, kde se dramaticky zvýšila nezaměstnanost. V České republice zasáhla světové krize převážně průmysl a zkrachovalo mnoho sklářských a textilních firem. Propad zaznamenaly také automobilky.

Situace v roce 2010

Jaká je situace v České republice nyní, po uplynulém čtvrtletí roku 2010? Televizní zprávy, články v novinách i na internetu jsou plné optimismu a hlásají konec krize. Píše se v nich, že světová ekonomika letos poroste tempem přesahujícím 4 % a k návratu recese už nedorazí. Tato optimistická zpráva Mezinárodního měnového fondu (MMF) má být plánovaně zveřejněna 21. 4. 2010. Optimismus MMF vychází především z dat americké ekonomiky. Příznivé zprávy se týkají např. ceny ropy, která je v současnosti na svém 18 – ti měsíčním maximu 86,71 USD/barel nebo zlepšení stavu na trhu práce. Počet zaměstnaných Američanů vzrostl v březnu tohoto roku díky vytvoření 162 000 pracovních míst v amerických podnicích. Jedná se o nejvyšší nárůst za poslední 3 roky. Nezaměstnanost na americkém trhu práce však stále převyšuje míru 9 %. Pozitivní zprávou pro americkou ekonomiku je také to, že Američané začínají opět utrácet.

Bývalý šéf americké centrální banky (Fed) řekl: „*Americká ekonomika se vzpamatovává. Společnosti získávají sebedůvěru, začínají investovat do nového vybavení a povzbuzují investory. Riziko, že Spojené státy znovu spadnou do recese, se výrazně snížilo.*“ (Greenspan, 6. 4. 2010, s. 24)

Také světová banka (WB) uvedla ve zprávě o ekonomických vyhlídkách skupiny EU10, že nové členské země EU ze střední a východní Evropy se v letošním roce vrátí k ekonomickému růstu na úroveň před spuštěním světové finanční krize. Na tuto úroveň se však růstové tempo dostane až koncem roku 2011. Dle údajů z nejnovějších prognóz Evropské komise a jednotlivých vlád členských zemí by skupina EU10 po loňském propadu o 3,6 % měla letos vzrůst o 1,6 % a příští rok tento nárůst ještě urychlit na 3,6 %. Ekonomiky nových zemí z východní části unie by měly růst rychleji, než tomu bude u starších zemí unie ze skupiny EU15, u nichž je očekáván nárůst o 1,2 %. Ekonomická aktivita skupiny EU10 pokračuje v prvních měsících letošního roku v postupném oživování, což podpoří globální obnovení růstu, stabilizaci na finančních trzích, nízké úrokové sazby a lepší využití fondů EU. Tempo růstu v celé skupině bude odlišné. Nejvýznamnější oživení je očekáváno v Polsku, na Slovensku, v ČR, Litvě a Rumunsku. Naopak u ekonomik Estonska a Lotyšska se předpokládá ještě mírný pokles. Avšak všechny tři pobaltské země si polepší nejrychleji, co se týče rozsahu oživení, protože v loňském roce se vývoj jejich ekonomik propadl až okolo 15 %.

Bohužel vládní prognózy týkající se nezaměstnanosti nejsou již tolik optimistické. Tady se naopak očekává nárůst z loňského průměru 8,8 % na 9,5 %. Recese nejvíce zasáhla oblasti průmyslové výroby a stavebnictví. Pokles nezaměstnanosti v EU10 je očekáván nejdříve až v roce 2011.

Světová banka nabádá země EU, aby zajistily oživení svých ekonomik provedením konsolidace veřejných financí a zároveň omezením a zefektivněním státního sektoru. Jako prostředek oživení doporučují zlepšit investiční klima, které zvyšuje produktivitu a buduje nová pracovní místa. Vlády by měly spojit své strategie o ozdravování vládních financí a o ústupu protikrizových stimulací s takovou podporou ekonomického oživení, která stimuluje investice. K podpoře ekonomického růstu by mohla přispět i nová strategie EU „Evropa 2020“. Světová banka však upozorňuje, že tato strategie pomůže pouze za předpokladu správné implementace.

Ekonomika celé eurozóny roste pomaleji, ale podle ekonomů MMF bude nadále pokračovat v pozvolném oživování. Na základě odhadů MMF bude toto zlepšení příští

rok, podobně jako letos, probíhat pomalejším tempem, než v případě americké ekonomiky. Odhady uvádějí, že letošní ekonomický nárůst v eurozóně bude o 0,8 %. Evropa se z recese dostává výrazně pomaleji kvůli problémům Řecka a jeho vysokému deficitu státního rozpočtu.

Právě zadlužené Řecko se stalo osudným Evropské unii. Řecko již před časem prodávalo své dluhopisy, které jsou v důsledku vysokého dluhu vázány na vysoké úroky. Dle zpráv amerických Financial Times je výše úroků mnohem vyšší, než u stejných dluhopisů, které nabízí např. Brazílie, Polsko nebo Mexiko. Stejně vysoké úroky jsou např. v Maďarsku, které bylo proto nuceno požádat MMF o finanční pomoc. Tento krok Řecko zatím nepodniklo. Na začátku letošního roku získalo Řecko kolem 25 mld. USD od investorů. Řecko je zařazeno vůbec poprvé na úroveň rozvojových zemí právě kvůli těmto vysokým výnosům z dluhopisů. V důsledku vysokého zadlužování také dlouhodobě oslabuje jednotná měna EU – euro. Vláda Řecka byla nucena provést už několikrát striktní škrty v rozpočtu.

Nicméně zprávy v českých novinách uvádějí, že česká ekonomika úspěšně přestála krizi díky stabilizovanému bankovnímu sektoru. Díky tomu, že otevřená česká ekonomika je založená na exportu, musí se nutně oživení ve světě projevit i na vzestupu české ekonomiky. Experti MMF i OECD se shodují na prognóze pro letošní rok a říkají, že ekonomika ČR poroste tempem 1,3 % po loňském oslabení o 4,2 %. Podobné prognózy znějí i v Německu nebo ve Velké Británii. Na Slovensku by mělo loňský propad o 4,7 % vystřídat oživení o 1,9 %.

Analytik Reiffeisenbank je však v odhadech opatrnější a upozorňuje na riziko vysoké nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti v ČR se v únoru tohoto roku přiblížila hranici 10 %. Analytička Reiffeisenbank říká, že *„růst ekonomiky nad 3,5 % sníží míru nezaměstnanosti zhruba o 0,2% pod její dlouhodobý průměr. K poklesu nezaměstnanosti ale nedojde hned, nýbrž až s půlročním zpožděním. Česká ekonomika je tedy schopna vytvořit dodatečné množství pracovních míst až při oživení kolem 3,5 %.“* (Horská, 2. – 5. 2010, s. 28)

6 Doporučení pro hospodářskou politiku

Doporučení pro hospodářskou politiku se budou odvíjet na základě japonské zkušenosti s deflací v 90. letech 20. století. Budou popsány jednotlivé kroky, které japonská centrální banka (BoJ) během tohoto období prováděla a jakým způsobem by teoreticky mohla problém trvalé deflace vyřešit. Zmíněna bude i určitá podobnost zlatého standardu se společnou měnou zemí EU.

6.1 Neúčinnost hospodářské politiky v případě japonské deflace

Vývoj ekonomiky Japonska v 80. letech nevykazoval v zásadě žádné slabé stránky. Míra inflace byla stabilní na nízké průměrné hodnotě 1,7 %. Krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby byly skoro o polovinu nižší např. oproti USA nebo průměru v zemích EU. Zaměstnanost v průměru rostla o 1,1 % a nezaměstnanost se držela na nízké úrovni 2,5 %. Úspory domácností i míra národních úspor byly vysoké a stabilně se prosazoval i přebytek v bilanci vládního rozpočtu. Obchodní bilance i saldo běžného účtu platební bilance byly rovněž přebytkové.

V průběhu 90. let došlo v Japonsku k výrazným změnám ve vývoji ekonomiky. Tempo ekonomického růstu bylo ve srovnání s 80. léty čtvrtinové, produktivita práce a tempo růstu exportu byly poloviční, investice stagnovaly, spotřeba domácností byla minimální a převládala tendence k úsporám a vládní dluh vzrostl více než dvojnásobně. Hlavní příčina drastického sestupného vývoje hospodářského cyklu do fáze recese spočívala ve splasknutí cenové bubliny na trhu aktiv. Ceny půdy, nemovitostí a akcií poklesly až o 60 %. Avšak za primární příčinu úpadku Japonska do hluboké recese se považovalo přeúvěrování a přeinvestování ekonomiky, což vyhnalo ceny těchto aktiv do neudržitelných výšin. Splasknutí cenové bubliny bylo primárně poptávkovým šokem, který se v ekonomice rychle rozšířil hlavně cenovým kanálem. Splasknutí cenové bubliny mělo také negativní dopad na bankovní sektor, který se důsledkem této situace dostal do

likvidních problémů, souvisejících s rychlým nárůstem špatných úvěrů. Byly zastaveny úvěry poskytované podnikatelskému sektoru, čímž byla ovlivněna investiční poptávka. Ceny výrobců poklesly až o 10 %. Oslabena byla také domácí spotřebitelská poptávka. Propad domácí spotřebitelské poptávky byl pro pokles cenové hladiny klíčový. Později byl tento pokles umocněn i tlaky z nabídkové strany ekonomiky v důsledku zvýšeného objemu levných importů z Asie. V Japonsku byla navzdory deflačnímu vývoji ekonomiky udržena poměrně nízká míra nezaměstnanosti na průměrné hodnotě 5,5 % díky vysoké ochraně zaměstnanců před propouštěním a smířením se odborů se stagnací mezd. Dalším faktorem poklesu cenové hladiny bylo zlevnění informačních technologií.

Neúčinnost měnové politiky

Na přelomu 80. a 90. let použila Bank of Japan politiku zvyšování diskontní sazby, která v polovině 80. let byla na 2,5 % a v roce 1991 dosáhla úrovně až 8,19 %. Toto zpřísnění měnové politiky způsobilo pokles tempa peněžní nabídky a měnové báze v letech 1990 – 1992. Měnová báze představuje množství oběživa a rezerv, které drží obchodní banky na účtech u centrální banky. Bank of Japan proto zmírnila měnovou politiku a přistoupila ke snižování diskontní sazby. K tomuto kroku přiměly banku i další faktory jako propad cen na trhu akcií a nemovitostí, stagnace ekonomiky a prudký pokles inflace. V Japonsku tak započalo období nízkých úrokových sazeb, s omezenou účinností měnové politiky, která vlivem klesající cenové hladiny a nominálních úrokových sazeb téměř na nulové úrovni, ztratila schopnost ovlivnit reálnou úrokovou sazbu.

V roce 1998 vstoupil v platnost nový zákon posilující nezávislost Bank of Japan. Rozhodnutí v oblasti měnové politiky byla do té doby silně závislá na souhlasu vlády, která také mohla kdykoliv odvolat guvernéra banky, pokud neplnil instrukce vlády. Na přelomu let 1998 a 1999 došlo k růstu úrokové míry a posílení měnového kurzu jenu vůči americkému dolaru, což ale vůbec neodpovídalo tehdejšímu stavu japonské ekonomiky. Bank of Japan se v roce 1999 rozhodla úrokovou sazbu snížit na 0,15 %. Přišla také s prohlášením, že bude úrokovou míru držet na takto nízké úrovni, dokud nebude překonán deflační vývoj ekonomiky.

Politika nízkých úrokových sazeb nepřinesla pozitivní odezvu, protože se neprojevila v reálných ukazatelích vývoje ekonomiky a k jejímu oživení nedošlo. Začaly se objevovat názory, že by Bank of Japan měla přistoupit k mnohem většímu kvantitativnímu uvolňování peněz. Zde udělala japonská centrální banka chybu, neboť její představitelé se neshodli a přistoupili proto raději k řešení, měnovou politiku nijak nepřizpůsobovat. Podobně dopadly i úvahy o posílení jenu. Banka rozhodla i v tomto směru nepodnikat žádné kroky a opatření, vůči jednotlivým pohybům měnového kurzu. Měnová politika tak zůstala po mnoho dalších měsíců zcela nezměněna.

Mezi ekonomy převládal názor, že japonská ekonomika uvízla v pasti likvidity a to právě proto, že výrazné snížení úrokové míry a kvantitativní uvolnění peněz do oběhu neměly účinek na reálnou ekonomiku. K zastáncům tohoto názoru se řadili např. ekonomové Lars Svensson, Ben Bernanke a Paul Krugman. Doporučení těchto ekonomů byla zaměřena k obnovení normálního inflačního prostředí prostřednictvím tzv. **reflace**. Navrhovali záměrné zvýšení cen a rozšíření peněžního oběhu. Možnosti měnové politiky spatřovali v ještě širším kvantitativním uvolňování peněz, cílování cenové hladiny (inlace), depreciazi měnového kurzu nebo v provedení netradičních operací na volném trhu. Za takové netradiční operace považovali např. nákup dlouhodobých cenných papírů jako dlouhodobé vládní či zahraniční dluhopisy, akcie nebo cenné papíry podložené majetkovými aktivy. Zastánci těchto kroků tvrdili, že takové operace s dlouhodobými cennými papíry by zvedly jejich ceny, snížily by dlouhodobou úrokovou sazbu a nalily do ekonomiky větší množství peněz. Avšak reakce Bank of Japan na tato doporučení byla zdrženlivá až odmítavá.

Bank of Japan pokračovala v podnikání chybných kroků. Nejen, že ignorovala názory odborníků, ale navíc v roce 2000 přistoupila ke zvýšení úrokové sazby. Bank of Japan takto zareagovala na nepatrné oživení japonské ekonomiky v roce 2000 v podobě nárůstu podnikových investic, podnikových zisků a akciového indexu Nikkei 225. Tento krok, který banka podnikla, byl však velmi kritizován odborníky a to i proto, že tím vlastně porušila své prohlášení nenavýšit úrokové sazby, dokud v ekonomice nebude opět panovat normální inflační vývoj. Že se banka dopustila chybného a především předčasného kroku v měnové politice, bylo zřejmé již v roce 2001, neboť došlo

k opětovnému zpomalení vývoje japonské ekonomiky. Teprve v této fázi Bank of Japan konečně přistoupila na kvantitativní uvolňování peněz a znovu snížila úrokové sazby. Nastolena byla i změna v nástrojích měnové politiky, která spočívala ve stanovení bankovních rezerv komerčních bank na účtech u Bank of Japan ve výši 5 bilionů jenů. Banka také znovu prohlásila, že **politika nulové úrokové míry** (Zero Interest Rate Policy – ZIRP) nebude opuštěna dříve, než míra inflace bude znovu stabilně nad nulou.

Navzdory těmto novým opatřením se však situace v Japonsku nelepšila. Naopak, pokles tempa růstu i míra deflace se ještě prohloubily. Bank of Japan začala reagovat uvolňováním měnové politiky. Během následujících let docházelo k opakovanému navyšování limitu pro přímý nákup státních dluhopisů a ke zvyšování cíle pro bankovní rezervy. Kvantitativní uvolňování se stalo hlavní politikou Bank of Japan. Banka také přistoupila k boji proti posilování jenu, protože japonská ekonomika je založena na exportu a ztráta konkurenceschopnosti by výrazně zpomalila pozvolné ožívování ekonomiky. Banka proto zvyšovala intervence proti silnému jenu. Nový přístup Bank of Japan přinesl první pozitivní výsledky a postupný pokles míry deflace v roce 2005. Vývoj japonské ekonomiky se zdárně blížil ke konci deflace. V roce 2006 pak Bank of Japan oficiálně oznámila ukončení měnové politiky kvantitativního uvolňování peněz a postupný návrat ke standardním měnovým podmínkám.

V současné situaci se ekonomika Japonska nachází opět ve fázi recese hospodářského cyklu, do které upadlo na konci roku 2008 vlivem světové finanční krize. Bank of Japan opět snižovala úrokové sazby. V dubnu roku 2008 byla úroková sazba na úrovni 0,5 %, ale již od prosince roku 2009 se výše úrokové sazby drží na 0,1 %. Japonsko zaznamenalo také pokles indexu spotřebitelských cen v důsledku propadu cen paliv. Postupné ožívování vývoje japonské ekonomiky bylo výrazně zpomaleno světovou finanční krizí.

Neúčinnost fiskální politiky

V 90. letech 20. století došlo v Japonsku také k obrovskému nárůstu státního dluhu na dvojnásobnou úroveň. Na počátku 21. století se tento dluh ještě dále prohluboval. Vysoký

státní dluh i deficit státního rozpočtu byly spjaty s enormním množstvím nesplacených úvěrů v portfoliích bank, současně s držetím akciového portfolia, jehož hodnoty klesaly. Fiskální politika stála před rozhodnutím, zda odepsat problémové půjčky a vystavit tak japonskou ekonomiku velkému počtu bankrotů a vysokému nárůstu nezaměstnanosti nebo raději postupovat neradikálně, cestou bezhotovostního vyvedení špatných úvěrů z portfolií bank mimo bankovní sektor. Fiskální politika zvolila druhou možnost, vyvedení špatných úvěrů z portfolií bank, odstoupení od státních garancí pro soukromé finanční instituce a zavedení nové regulace týkající se opatrného počínání bank. Tyto sanační programy pro banky měly zabránit krachu podniků závislých na úvěrech, protože tyto podniky zaměstnávaly až 80 % pracujících obyvatel Japonska. Tyto sanační programy se však ukázaly jako neúčinné a naopak státní dluh dokonce prohloubily.

6.2 Doporučení pro japonskou hospodářskou politiku

Předchozí rozbor situace japonské ekonomiky poukázal na fakt, že samotná měnová politika zvyšování peněz v oběhu a snižování úrokových měr, není dostatečným nástrojem pro odstranění deflačního vývoje, neboť může být neúčinná v reálné ekonomice. Příklad deflace v Japonsku poukázal na neúčinnost hospodářské politiky při jejím odstraňování. Z rozboru jednotlivých kroků, na které Bank of Japan přistoupila, je zřejmé, že musí být v první řadě zvolena správná koordinace měnové a fiskální politiky a zároveň vhodná kombinace makroekonomických a mikroekonomických politik. Kromě měnové a fiskální politiky je nutné také nastavení institucionálních podmínek vztahujících se k legislativě, regulaci a kontrole počínání jednotlivých bank.

Při odstraňování problému deflace je tedy důležitá především **spolupráce měnové a fiskální politiky**. Měnová politika by měla figurovat jako politika hlavní, avšak fiskální politika by toto úsilí měla podpořit a pokusit se prosadit dlouhodoběji uvolněnou rozpočtovou politiku. Tedy souběžně s **kvantitativním uvolňováním peněz** by měla být prováděna **rozpočtová expanze**.

Dalším možným krokem by mohlo být **oslabení japonské měny**, čímž by mohl posílit export. Avšak nízký podíl zahraničního obchodu na GDP a nízká cenová elasticita exportu a importu by připustily jen nízké reálné oslabení jenu. Závislost japonského exportu na kurzu jenu je nízká, proto by muselo jít o velmi výrazné oslabení japonské měny. Zde se v případě japonské ekonomiky nachází další překážka, protože devizové rezervy v Japonsku kontroluje ministerstvo financí a nikoliv centrální banka jako ve většině zemí světa. U tohoto doporučení existuje riziko, že oslabení japonského jenu by vyvolalo depreciační asijských měn a konkurenční oslabení asijských měn by mohlo mít dopad až na 30 % světového obchodu. Nakonec nižší dovozní ceny a silnější cenová konkurence ze zahraničí by v USA a v Evropě vyvinuly tlak na pokles cenové hladiny a i tyto země by musely přistoupit k uvolnění měnové politiky, aby i ony zabránili deflačnímu vývoji.

Japonská ekonomika by také měla zahrnout do své hospodářské politiky režim **cílování inflace**. Na tento režim již přistoupilo mnoho zemí světa, včetně České republiky. Zkušenosti zemí využívající tento režim naznačují, že se jedná o správný krok ke zvýšení důvěryhodnosti a transparentnosti měnové politiky. Při cílování inflace centrální banka veřejně vyhlásí inflační cíl, o jehož dosažení bude usilovat a provede toto ohlášení v určitém časovém předstihu. Jedná se o aktivní přímé formování inflačního očekávání. Tento režim je vhodný, protože do svého rozhodovacího schématu zahrnuje více informací než pouze měnový kurz či peněžní agregáty. Zahrnuje např. také trh práce, dovozní ceny, ceny výrobců, nominální a reálné úrokové sazby, nominální i reálný měnový kurz a hospodaření veřejných rozpočtů. Avšak aby Bank of Japan mohla přistoupit na tento režim, musela by přijmout poměrně vysoký inflační cíl oproti průměru inflace v celé historii Japonska.

Na základě uvedené situace z Japonska je zřejmé, že japonská ekonomika trpí také dlouhodobými problémy v bankovním sektoru. Bankovní sektor je oslaben vysokým objemem špatných úvěrů. K oživení japonské ekonomiky by bylo proto vhodné provést také **strukturální a bankovní reformy**.

Někteří „odborníci“ považují za součást přirozeného ekonomického vývoje i **válku**, protože po krizi nebo právě po válce jsou vytvořeny podmínky pro oživení ekonomiky, neboť trh je otevřený, nenasycený a poptávka po zboží a službách je vysoká. Toto by však nemělo být považováno za přirozený běh v ekonomice, nýbrž jako **selhání vlády a politiků ve své činnosti** a tedy za krok špatný.

Pomocí fiskální restrikce by japonská hospodářská politika mohla **navýšit spotřební daně**. Uvalení takové daně např. na ropu nebo benzín, by mohlo výrazně pomoci oživení ekonomiky.

Kapitola o historických zkušenostech poukazuje na hledání řešení v nastolení zlatého standardu, což se neukázalo jako správná cesta kudy z deflačního vývoje ekonomiky. Existuje v současné době určitá podobnost zlatého standardu se společnou měnou států EU?

Euro

V době světové hospodářské krize ve 30. letech byla říšská marka v tehdejším Německu vázána jednou třetinou krytí na zlato. Centrální banka byla nucena na vydanou jednotku měny mít třetinu hodnoty ve zlatě. Když se zlatá zásoba v důsledku světové hospodářské krize snižovala, byla Německá říšská banka nucena ke stahování odpovídající části peněz, což připravilo půdu pro deflační vývoj.

Na počátku 21. století mělo být Německo zabezpečeno jakožto členský stát EU společnou měnou – eurem. V Německu došlo k poklesu vývoje míry inflace k nulové hladině a vyvstaly obavy z dalšího možného poklesu a z deflace. Došlo k oslabení cen na německém akciovém trhu o 40 % a cen nemovitostí, ekonomika se pohybovala pod potenciálním produktem a domácí poptávka slábla. Měnová politika se podřizovala celé eurozóně. Možnosti fiskální politiky německé centrální banky byly omezeny stavem fiskálních rozpočtů. Autor **teorie měnové zóny** Robert Mundell tvrdí, že společná měna může fungovat jen v případě homogenních ekonomik. Jedná-li se o ekonomiky heterogenní, je jejich integrace provázána na jedné straně vyšší inflací a na straně druhé

vyšší nezaměstnaností. Německo na tuto integraci doplácí právě vyšší nezaměstnaností. Německo vystupuje také jako čistý přispěvatel na podporu méně rozvinutých zemí EU pomocí transferů, které znamenají odliv kapitálu. U příjemců těchto transferů je vyvolán tlak na růst cen, ale v Německu je vyvolán tlak na růst nezaměstnanosti. V době, kdy panuje recese, je přirozeným vyrovnávacím mechanismem ve vztahu k zahraničním ekonomikám depreciace národní měny. Přijetím eura již tento proces pro Německo není reálný, což vyvolává tlak na pokles cen a prohloubení recese. U heterogenní ekonomiky by různý vývoj nejlépe zohlednil pohyblivý kurz, což v případě eura není možné, a proto se tento vývoj odráží v tlaku na pokles cenové hladiny.

Nyní vyvstává otázka, jak se k přijetí eura postaví Česká republika? Ještě před světovou finanční krizí se zdálo, že je to jen otázka času, kdy bude euro přijato. Po krizi se objevují spekulace, zda na společnou měnu EU vůbec přistoupit. Krize ukázala, že euro nesplnilo své hlavní cíle, kterými jsou posílení ekonomického růstu, zaměstnanosti, celkové prosperity a snížení míry rizika na finančních trzích.

Společná měna euro se zrodila v roce 1999 s cílem posílit ekonomický růst, zaměstnanost a celkovou prosperitu. Letos funguje euro 11. rokem a eurozóna za tuto dobu zaznamenala následující vývoj událostí:

- splasknutí spekulativní bubliny na trhu informačních a komunikačních technologií a následná recese nebo stagnace různých evropských ekonomik (2001 – 2004)
- reakce Evropské centrální banky na tuto situaci v podobě extrémně volné měnové politiky
- bublina na trhu nemovitostí jako důsledek této volné měnové politiky a politiky nízkých úrokových sazeb (2004 – 2008)
- prasknutí realitní bubliny, prudký pokles objemu poskytovaných úvěrů, propad v průmyslové výrobě, finanční krize jako důsledek krachu velkého množství významných bank, pokles mezinárodního obchodu i soukromé spotřeby, rapidní zhoršení stavu veřejných financí atd. (2008 – ?).

Za dobu, kdy začalo fungovat euro jako společná měna zemí EU, je zdravý a stabilní makroekonomický vývoj v eurozóně daleko vzdálený realitě.

Právě teorie optimálních měnových zón Roberta Mundella byla porušena při zavádění eura. S ohledem na tuto ekonomickou teorii nemělo být euro zavedeno v zemích, jakými jsou např. Irsko, Španělsko, Portugalsko, Řecko nebo Itálie. Požadavkem optimální měnové zóny je i vysoký stupeň flexibility cen a mezd, včetně možnosti jejich poklesu. Pokud např. utrpí určitá ekonomika externí šok, konkrétně výpadek zahraniční poptávky, mohla by se za normálních okolností adaptovat cestou oslabení měny. V České republice by levnější koruna znamenala levnější české zboží v zahraničí, což by pomohlo při překonání slabší zahraniční poptávky. V případě společné měny toto řešení odpadá a je nutno přistoupit ke snižování mezd, jako alternativní způsob zlevnění exportu. Tato situace nastala např. v Řecku, Irsku či Lotyšsku v roce 2009. Pobaltské země mají ještě své měny, které jsou ale pevně vázány na euro. Je to právě podmínka flexibilního trhu práce, která není splněna v západní a jižní části Evropy. Tamní silné odbory a právní ochrana zaměstnanců flexibilitu omezují, až vylučují.

Myšlenkou při přijetí eura bylo také sjednocení fází hospodářského cyklu jednotlivých zemí, protože jednou se v recesi nacházelo Německo, jindy Španělsko a jindy Řecko či Itálie atd. Tvrdilo se, že eurozóna bude odolnější a stabilnější jako celek. Z tohoto důvodu poklesly rizikové přírážky u rizikovějších zemí, jakými byly např. Itálie nebo Španělsko. Věřilo se, že **Pakt růstu a stability** si vynutí rozumnou rozpočtovou politiku a společná měna dodržování tvrdé finanční disciplíny. Světová finanční krize ukázala sjednocení fází hospodářského cyklu jednotlivých zemí eurozóny na ten nejhorší možný způsob, tedy hromadné upadnutí všech ekonomik do recese.

Již v únoru roku 1998 byla sepsána **petice za odložení společné měny**, kterou podepsalo na 155 ekonomů z německy mluvících zemí. Podle nich je euro správná volba, ale je potřeba připravit podmínky pro jeho start s nekompromisní pečlivostí a důsledností, a to bez výjimky. Dovolávali se také nekompromisních sankcí za porušování kritérií Paktu růstu a stability. Evropští politici byli před nebezpečím plynoucím z nedodržení záležitostí ve veřejných financích varováni předem. Bohužel **kritéria Maastrichtské**

smlouvy dala nezodpovědnosti většiny politiků tzv. křídla. Ve smlouvě jsou mimo jiné uvedeny i hranice pro veřejný dluh na 60 % HDP a rozpočtový schodek ve výši 3 %. Tato čísla si mnozí politici vyložili jako prostor pro vytvoření právě takto hlubokého veřejného dluhu a schodku rozpočtu. Jejich počínání často vypadá, jako kdyby se snažili právě o dosažení těchto limitů

Problém vyplývající ze společné měny v dnešní době spočíval také v rozdílné konkurenceschopnosti zemí eurozóny. Jsou v ní země s vysokou schopností konkurovat svým vyspělým exportem, kvalitou produkce, inovacemi a designem výrobků. Např. evropské země Německo nebo Holandsko mají téměř o 1/5 větší celkovou hodnotu exportů než Čína. Přitom obě země dohromady mají necelých 100 mil. obyvatel, zatímco Čína má přes 1 mld. obyvatel. To, že tyto země dokáží tak skvěle konkurovat velmoci jako je Čína, přináší i problém ve spojení se společnou měnou eurem. Euro, silné právě díky exportu Německa a Holandska, působí problémy méně konkurenceschopným zemím eurozóny, které nemohou devalvovat. Tvrdou měnu euro si proto v současné mohou dovolit jen silné konkurenceschopné ekonomiky, jakými jsou Německo, Holandsko, Švédsko, Finsko, Norsko, Lucembursko, Dánsko, Švýcarsko, případně Rakousko. Evropské státy jsou rozdílné a nemusí být pravda, že jednotná měna je vhodná pro všechny stejně. Co se týče České republiky, měla by pravděpodobně s přijetím eura několik následujících let počkat.

Závěr

Diplomová práce si kladla za cíl objasnit pojem deflace a nalézt odpovědi na následující otázky:

6. Jaké jsou příčiny vzniku deflace a jaký je všeobecný dopad deflace na ekonomiku?
7. Představuje deflace pro ekonomiku hrozbu?
8. Může být tento jev brán ze strany spotřebitelů pozitivně?
9. Jaké kroky provedla japonská vláda při odstraňování deflace a jaké postupy učinit měla?
10. Může být deflace aktuální problematikou pro Českou republiku v současné době?

Deflace je definována jako celkový pokles cenové hladiny. Zjišťována je pomocí cenových indexů. Ukazatelem značící deflační vývoj je míra inflace v procentech, jejíž hodnoty se pohybují v záporném teritoriu.

Otázkou první se v práci zabývají dvě kapitoly, kapitola druhá a třetí. Popisují možné příčiny vzniku deflace a její důsledky na ekonomiku. Dopady deflačního vývoje ekonomiky závisí na časovém charakteru deflace. **V krátkodobé deflační situaci** mohou domácnosti z klesajících cen zboží, služeb a nemovitostí těžit. To ovšem neplatí pro domácnosti zadlužené. Avšak takto pozitivně krátkodobou deflační situaci nespatřují již výrobci, jejichž zisky se v důsledku poklesu cenové hladiny snižují. Neupadne-li ekonomika do deflační spirály, má hospodářská politika velké šance včas zareagovat a pomocí vhodných nástrojů fiskální a monetární politiky, ekonomiku z deflační situace vyprostit.

Dlouhodobá deflační situace však nikdy nepřinesla nic dobrého, pro nikoho. V situaci dlouhodobé deflace se hovoří o **sestupné deflační spirále, pasti likvidity a úvěrové tísní**. Nástroje hospodářské politiky se setkávají s neúčinností a je nutná vzájemná

konzistence mezi vládou, politiky dané ekonomiky, centrální bankou a samotnými nástroji hospodářské politiky. Pokles cenové hladiny znamená nižší zisky firem. Firmy se dostávají do potíží a v lepším případě volí propouštění zaměstnanců, což ale vede ke snižování kupní síly obyvatelstva. Domácnosti i firmy se dostávají do platební neschopnosti a nejsou schopni splácet své úvěry, což negativně ovlivňuje banky, které následně také čelí hrozbě krachu. Situace si pak žádá radikální přístupy ze strany vlády, jako např. měnovou reformu nebo přistoupení na navýšení některých daní apod. Provázanost vlády, činnosti centrální banky, hospodářské politiky i politiků země je nedílným předpokladem úspěchu.

Z předchozího shrnutí negativních dopadů dlouhodobé deflace na ekonomiku je zřejmé, že tato **situace představuje skutečnou hrozbu**. Jde o koloběh, který sám sebe posiluje a ekonomiku doslova dusí. Kapitola čtvrtá toto potvrzuje a ukazuje na historických zkušenostech dvou velmocí s deflací. Nejlépe **na příkladu japonské deflace** z 90. let 20. století je prokázáno, že dlouhodobá deflace je nebezpečný jev. Přeinvestování a velký počet špatných úvěrů stáli v zárodku japonské krize, neboť toto způsobilo vzlet cen akcií, půdy a nemovitostí do neudržitelných výšin. Prasknutí cenové bubliny pak způsobilo upadnutí japonské ekonomiky do recese. Spořivá povaha Japonců a několik špatných kroků provedených japonskou centrální bankou pak roztočili spirálu deflace. Banka příliš lpěla na své nezávislosti a odmítala kooperaci s vládou, stejně jako nebrala vážně rady a doporučení mnoha odborníků. Výčtem špatných kroků, které banka v průběhu trvání deflace podnikla, se zabývá i kapitola šestá. Např. snížení úrokové sazby téměř na nulovou hodnotu a současné prohlášení udržet úrokové sazby na takto nízké hodnotě dokud se neprojeví inflační vývoj ekonomiky, byly japonskou centrální bankou porušeny. Ta úrokové sazby zvýšila při prvním nepatrném náznaku oživení ekonomiky, čímž otřásla svou věrohodností. Banka nenaslouchala radám a rozhodla se raději nepodstoupit žádné další kroky v několika dalších měsících. Bylo již zcela jisté, že Japonsko uvízlo navíc i v pasti investic. Proto opětovné snížení úrokových sazeb nemělo žádný účinek na reálnou ekonomiku. Banka také znovu prohlásila, že politika tzv. nulové úrokové míry nebude opuštěna dříve, než míra inflace bude znovu stabilně nad nulou. Teprve v této fázi banka přistoupila na kvantitativní uvolňování peněz a nastolena byla i změna v nástrojích měnové politiky, která spočívala ve stanovení bankovních rezerv komerčních bank na

účtech u centrální banky Japonska. Bylo zřejmé, že banka tyto kroky nastolila pozdě, neboť situace se nelepšila. Během následujících let přistoupila banka k opakovanému navyšování limitu pro přímý nákup státních dluhopisů a ke zvyšování cíle pro bankovní rezervy. Kvantitativní uvolňování se stalo hlavní politikou centrální banky Japonska. Banka také přistoupila k boji proti posilování jenu, aby Japonsko neztratilo na své konkurenceschopnosti. Konečně se dostavilo pozvolné oživení japonské ekonomiky. Bohužel i Japonsko bylo zasaženo světovou finanční krizí a toto oživení bylo výrazně zpomaleno.

Spotřebitelé mohou těžit z poklesu cen pouze v krátkodobé deflační situaci a pouze mají-li úspory. Rozhodně není vhodným řešením značně se zadlužit kvůli „levnému“ blahobytu. Snižování platů může být považováno za příznak, že blížící se deflace by mohla překlenout ve vážnější situaci a je proto nutné začít uvažovat rozumně. Snižování platů a v horším případě propouštění ze zaměstnání ovlivní domácnosti tak, že mají sklon k úsporám, což deflační vývoj spíše umocní. Vhodným řešením by mohlo být investování do levných nemovitostí. Pokud má domácnost prostředky, měla by také uvažovat na splacení svých úvěrů. Propuštění ze zaměstnání by měli přejít na úspornější životní styl, než na jaký byli doposud zvyklí. Nedoporučuje se však peníze tezaurovat, krátkodobé formy investic jsou vhodné, ale je nutné pamatovat, že peníze by měly být vždy dosažitelné, a to časově i geograficky. Peníze v deflaci získávají, zatímco věcné hodnoty ztrácejí.

Neúčinností jednotlivých kroků provedených centrální bankou v Japonsku se zabývá kapitola šestá a shrnuta byla i výše v závěru. Kapitola zároveň obsahuje nápady, na jaké kroky banka mohla přistoupit pro vymanění se z deflační situace. Problém v Japonsku představuje politika nízké inflace. Vhodným řešením by mohlo být zavedení cílování inflace, ovšem za cenu přijetí poměrně vysokého inflačního cíle oproti průměru inflace v celé historii Japonska. Vhodným krokem ze strany fiskální politiky by mohlo být zavedení vyšších spotřebních daní. K oživení japonské ekonomiky by bylo pravděpodobně také vhodné provést strukturální a bankovní reformy.

V současné době vyvstává otázka, zda je čas diskutovat o hrozbě deflace v důsledku světové hospodářské krize. Kritický pohled na optimismus Mezinárodního měnového fondu týkající se oživení jednotlivých ekonomik je analyzován v kapitole šesté. Data potvrzují k oživení české ekonomiky, avšak mnoho firem počítá ještě se zhoršením situace. Vzhledem k tomu, že Česká republika je země závislá na exportu, mluvilo se i v rámci světové finanční krize o jejím dovezení. Nicméně, predikce uvádějí informace, že česká ekonomika opět poroste. Během roku bude ale spíše ovlivněna slabým růstem v evropských partnerských zemích a nutnou konsolidací státního rozpočtu. Soudě podle pozitivních zpráv, by české ekonomice upadnutí do deflace hrozit nemělo, ovšem není vhodné toto nebezpečí zcela ignorovat, protože míra inflace již delší dobu fluktuuje kolem nulové hladiny.

Kromě nalezení odpovědí na položené otázky, bylo cílem diplomové práce i ověření následující hypotézy:

Deflace by mohla představovat pro ekonomiku větší hrozbu než inflace.

Deflace představuje neustále problém, který je velmi málo znám. Na druhou stranu inflace bývá přeceňována. Při inflaci je problém udržet úspory a hodnota peněz se neustále snižuje, což vytváří tlak na reinvestování kapitálu tak, aby přinášel odpovídající výnos kompenzující pád hodnoty. V situaci inflace převládá nálada, kdy je lepší raději nakoupit dnes, protože zítra bude vše dražší. Proto, že existuje poptávka po zboží a službách, je ekonomika udržována v chodu na plné obrátky. Navíc odpadá dluhové zatížení, neboť ztráta hodnoty peněz sebou nese určitý stupeň oddlužení. Mnoho firem je zadlužených, čímž stoupá obrát, a tak inflace pro podnikatele není takovým nebezpečím. Dobrá inflace musí být podložena fungováním spirály „mzdy – ceny“. Mohou-li zaměstnanci prosazovat zvyšování mezd přes odbory, propad hodnoty peněz je tak částečně vyrovnán. Rostou-li mzdy, firmy zvyšují ceny své produkce, aby své náklady přelily na spotřebitele, kteří následně znovu požadují zvýšení platů. Jsou-li využívány pracovní síly a činnost ekonomiky běží naplno, lze hovořit o dobré inflaci. Navíc i historické zkušenosti světových ekonomik s deflací a inflací potvrzují tezi, že nepokoje, vysoká nezaměstnanost a bída provázely deflací a nikoliv inflací.

Diplomová práce potvrzuje hypotézu, že deflace by mohla představovat větší hrozbu pro ekonomiku než inflace. V deflaci klesá cenová hladina a investice se vyplácejí stále méně. Zisky firem klesají a ty se dostávají do insolvence. Firmy jsou pod tlakem a musejí se rozhodnout, zda snížit kapacitu výroby, propouštět své zaměstnance nebo dokonce vyhlásit bankrot. V každém případě narůstá nezaměstnanost, čímž je oslabena kupní síla obyvatelstva. Nezaměstnaní logicky přistoupí spíše ke spoření, než k utrácení, nehledě na nízké ceny zboží, služeb a nemovitostí. To má opět negativní vliv na firmy, kterým se ještě více sníží obrát a jsou nuceny přistoupit k dalšímu snižování stavu. Tento bludný kruh má negativní dopad na banky, protože mnoho firem krachuje a roste počet nezaměstnaných. Dochází k platební neschopnosti těchto firem a domácností své úvěry u bank splácet. To vede ke krachu samotných bank a k blokování vložených úspor. Lidé ztrácí důvěru v celý hospodářský systém. Tato roztočená spirála představuje skutečnou hrozbu pro ekonomiku a naznačuje i určité selhání vlády a politiků dané země. Vzhledem k nedostatku zkušeností s deflací, jde o hrozbu o to silnější a lehce podcenitelnou. Boj s deflací je náročný a často si vyžaduje postupy, které vyvolávají nepokoje a protesty. Není-li toto nebezpečí podchyceno včas a vyvráceno, hrozí takové milníky v dějinách země, jako jsou právě selhání vlády, či vyvolání války.

Citace

GREENSPAN, A. *Americká ekonomika se vzpamatovává*. Hospodářské noviny, 6.dubna 2010, s.24

HOLMAN, R. *Ekonomie*. 3.vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 714 s. ISBN 80-7179-681-6.

HANNICH, G. *Deflace – utajené nebezpečí*. 1. vyd. Praha: Earth Save CZ s.r.o., 2008. 151 s. ISBN 978-80-86916-04-0.

HORSKÁ, H. *Stabilizační politika. Makroekonomické cíle. Konformita versus konfliktnost cílů*. Materiály k výuce [online]. 2009. Dostupný z WWW: http://files.horska.com/200000061-43c1b44bbb/vyuka_materialy_ApMAE_3_rijen09.pdf

MISES, L. V. *The Theory of Money and Credit*. New Haven: Yale University Press, 1953. 498 s. ISBN – 13: 9780913966716

NEUBERT, M. *Úvahy o vývoji ekonomiky na základě historických dat o USA*. SDS [online]. 2008. Dostupný z WWW: <http://www.sds.cz/rservice.php?akce=tisk&cislocclanku=2008103101>

Recese, deprese. Český statistický úřad [online]. 2005. Dostupný z WWW: http://www2.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/recese_deprese

SAMUELSON, P. A. a NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 18. vyd. Praha: NS Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

SMAGHI, L. B. *Inflation and deflation risks: How to recognise them? How to avoid them?* European Central Bank [online]. 2009. Dostupný z WWW: <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090624.en.html>

Střední Evropa obnoví tempo růstu příští rok. Hospodářské noviny, 2. – 5. dubna 2010, s.

28

Bibliografie

CZESANÝ, S. *Hospodářský cyklus*. 1. vyd. Praha: Lindie a.s., 2006. 199 s. ISBN 80-7201-576-1.

FRAIT, J. *Mezinárodní peněžní teorie*. 1. vyd. Vysoká škola Báňská – Technická univerzita Ostrava, 1997. 196 s. ISBN 80-7078-395-8.

FRANK, R. H. a BERNANKE, B. S. *Ekonomie*. Praha: Grada Publishing a.s., 2003. 804 s. ISBN 80-247-0471-4.

HANNICH, G. *Deflace – utajené nebezpečí*. 1. vyd. Praha: Earth Save CZ s.r.o., 2008. 151 s. ISBN 978-80-86916-04-0.

HELÍSEK, M. *Makroekonomie – základní kurz*. 2. vyd. Slaný: Melandrium, 2002. 326 s. ISBN 80-86275-25-1.

HOLMAN, R. *Ekonomie*. 3.vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 714 s. ISBN 80-7179-681-6.

HYMAN, D. N. *Economics*. 7th ed. Boston: Richard D. Irwin. Inc., 1992. 1072 s. ISBN 0-256-08381-9.

KOHOUT, P. *Finance po krizi (důsledky hospodářské recese a co bude dál)*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 218 s. ISBN 978-80-247-3199-5.

KVASNIČKOVÁ, A. et al. *Dějiny ekonomického myšlení*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Milan Horák – Rego, 1999. 256 s. ISBN 80-901872-2-6.

LIŠKA, V. et al. *Makroekonomie*. 2. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 628 s. ISBN 80-86419-54-1.

MACH, M. *Makroekonomie II pro magisterské (inženýrské) studium 1. a 2. část*. 3. vyd. Slaný: Melandrium, 2001. 367 s. ISBN 80-86175-18-9.

ONDRČKA, P. *Makroekonomie různých ekonomických proudů*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2006. 253 s. ISBN 80-210-3993-0.

REVENDA, Z., et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.

SAMUELSON, P. A. a NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 18. vyd. Praha: NS Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

SCHILLER, B. R., *Makroekonomie*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2004. 412 s. ISBN 80-251-0169-X.

SIRŮČEK, P. et al. *Hospodářské dějiny a ekonomické teorie (vývoj – současnost – výhledy)*. 1. vyd. Slaný: Melandrium, 2007. 511 s. ISBN 978-80-86175-03-4.

VARADZIN, F. et al. *Ekonomický rozvoj a růst*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 329 s. ISBN 80-86419-61-4.

FRAIT, J., MELECKÝ, M. a HORSKÁ, H. Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku. *Politická ekonomie*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2002, roč. L, č. 2, s. 263-280. ISSN 0032-3233.

KOMÁREK, L. Standardní makroekonomické modely a jejich aplikace na podmínky české ekonomiky v letech 1993-1996. *Politická ekonomie*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1997, roč. XLV, č. 6, s. 817-835. ISSN 0032-3233.

HORSKÁ, H. *Jak vyřešit problém deflace? Příklad Japonska*. Pracovní text. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2002. č. 5. 19 s. ISBN 80-245-0415-4.

MACH, P. Deflace – příčiny, důsledky a možnosti léčby. LOUŽEK, M. (ed.). *Ekonomika, právo, politika. Sborník textů „Euro, statistika a deflace“*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2003, č. 25, s. 81 – 87. ISBN 80-86547-13-2.

HOLMAN, R. Výročí propuknutí Velké hospodářské deprese. LOUŽEK, M. a TAJOVSKÝ, L. (ed.). *Ekonomika, právo a politika. Sborník textů – Velká deprese*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2004, č. 35, s. 11 – 16. ISBN 80-86547-38-8.

KUFA, R. *Deflace a měnová politika (se zaměřením na deflaci na přelomu 20. a 21. století, zejména Japonsko)*. [Disertační práce]. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze – Fakulta financí a účetnictví, 2006.

BÁRTA, V. *Ceny klesají. Česká národní banka* [online]. 2003. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2003/cl_03_030130.html>

BUŘÍNSKÁ, B. *Pohled do historie: Jak začala Velká hospodářská krize v roce 1929*. iDNES [online]. 2008. Dostupný z WWW: <http://finance.idnes.cz/pohled-do-historie-jak-zacala-velka-hospodarska-krize-v-roce-1929-p7g-/bank.asp?c=A081022_135219_bank_bab>

CHVÁTAL, D. Z. *Americká hypoteční krize po česku*. Měšec [online]. 2007. Dostupný z WWW: <<http://www.mesec.cz/clanky/americka-hypotecni-krize-po-cesku/>>

KOZA, R. *Co znamená krize amerického dolaru*. Měšec [online]. 2007. Dostupný z WWW: <<http://www.mesec.cz/clanky/krize-americkeho-dolaru/>>

MIŠKOVSKÁ, V. *Rok 2008 rekordně rozhoupal ceny ropy*. Petrol [online]. 2008. Dostupný z WWW: <<http://www.petrol.cz/ropa/clanek.asp?id=11147>>

ŠÍMA, J. *Deflace – definiční znak zdravé ekonomiky*. Liberální institut [online]. 2002. Dostupný z WWW: <www.libinst.cz/osobni/sima/data/sima_deflace.pdf>

URBÁNEK, D. *Největší burzovní krachy v novodobé historii*. Peníze [online]. 2007. Dostupný z WWW: <<http://www.penize.cz/18748-nejvetsi-burzovni-krachy-v-novodobe-historii>>

VAVROŇ, J. *Světová i česká ekonomika se zotavuje, recese se nevrátí*. Novinky [online]. 2010. Dostupný z WWW: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/196730-svetova-i-ceska-ekonomika-se-zotavuje-recese-se-nevrati.html>>

TŮMA, A. *Finanční krize nespadla z nebes*. Liberální institut [online]. 2008. Dostupný z WWW: <<http://libinst.cz/clanky.php?id=835>>

CPI a míra inflace. Finance [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/ekonomika/ceny/cpi/>>

GDP – Real Growth Rate. CIA – The World Factbook [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2003rank.html?countryName=Croatia&countryCode=hr®ionCode=eu&rank=192#hr>>

Inflation Rate (Consumer Prices). CIA – The World Factbook [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2092rank.html?countryName=Qatar&countryCode=qa®ionCode=me&rank=1#qa>>

Japan Historical Inflation Rate. Rate Inflation [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<http://www.rateinflation.com/inflation-rate/japan-historical-inflation-rate.php?form=jpnir>>

Japonská ekonomika spadla kvůli finanční krizi do recese. iDNES [online]. 2010. Dostupný z WWW: <http://ekonomika.idnes.cz/japonska-ekonomika-spadla-kvuli-financni-krizi-do-recese-pek-/eko-zahranicni.asp?c=A081117_093621_eko-zahranicni_bar>

Makroekonomické údaje. Český statistický úřad [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/katalog.nsf/hledat?SearchView&count=20&searchorder=1&searchfuzzy=1&query=%28%28deflator%20hdp%29%29&database=all&kraje=all&skupiny=all&start=1>>

Míra inflace. Český statistický úřad [online]. 2010 Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>

Nikkei 225. Peníze [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<http://trhy.penize.cz/44775-nikkei-225?month=3&year=1989#historyTable>>

Public dept. CIA – The World Factbook [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html?countryName=Vietnam&countryCode=vm®ionCode=eas&rank=44#vm>>

Řecko se v USA představí jako rozvojová země, bude žádat miliardy dolarů. Novinky [online]. 2010. Dostupný z WWW: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/196767-recko-se-v-usa-predstavi-jako-rozvojova-zeme-bude-zadat-miliardy-dolaru.html>>

Režimy měnové politiky. Česká národní banka [online]. 2010. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/rezimy_mp.html>

Transmisní mechanismus měnové politiky. Česká národní banka [online]. 2010. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/transmisni_mechanismus_mp.html>

Unemployment Rate. CIA – The World Factbook [online]. 2010 Dostupný z WWW: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html?countryName=Vietnam&countryCode=vm®ionCode=eas&rank=44#vm>>

factbook/rankorder/2129rank.html?countryName=Macau&countryCode=mc®ionCode=eas&rank=26#mc>

Vývoj veřejných dluhů EU. Česká spořitelna [online]. 2010 Dostupný z WWW:
<http://www.csas.cz/banka/menu/cs/banka/nav20083_vyvoj_stat_dluhueu>